



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE TEORIA ECONÔMICA
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

THIAGO DE MATOS GOMES

**EXPECTATIVAS INFLACIONÁRIAS NO REGIME DE
METAS DE INFLAÇÃO: UMA ANÁLISE DO CASO
BRASILEIRO**

MONOGRAFIA

Fortaleza
2018

THIAGO DE MATOS GOMES

**EXPECTATIVAS INFLACIONÁRIAS NO REGIME DE
METAS DE INFLAÇÃO: UMA ANÁLISE DO CASO
BRASILEIRO**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia da Universidade Federal do Ceará como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas

Orientador: Marcelo de Castro Callado

Fortaleza
2018

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação
Universidade Federal do Ceará
Biblioteca Universitária
Gerada automaticamente pelo módulo Catalog, mediante os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

- G618e Gomes, Thiago de Matos.
Expectativas inflacionárias no regime de metas de inflação : uma análise do caso brasileiro / Thiago de Matos Gomes. – 2018.
89 f. : il. color.
- Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Curso de Ciências Econômicas, Fortaleza, 2018.
Orientação: Prof. Dr. Marcelo de Castro Callado.
1. Inflação. 2. Policymaker. 3. Política monetária. 4. Regime de metas. 5. Índice de credibilidade. I.
Título.

CDD 330



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA E
CONTABILIDADE - FEAAC

COORDENAÇÃO DO CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
(X) 08 - Diurno () 09 - Noturno

Parecer Final da Defesa da Monografia de Graduação

Nome do (a) Aluno (a): Thiago de Matos Gomes
NOME COMPLETO E LEGÍVEL

Número de Matrícula: 352944 Fones: (85) 99947-2859

Título da Monografia: Expectativas Inflacionárias no Regime de Metas de Inflação: Uma Análise do Caso Brasileiro

À Coordenação do Curso de Ciências Econômicas:

Tendo acompanhado a apresentação da versão final da Monografia acima discriminada, consideramos satisfatório o resultado do trabalho e recomendamos sua aprovação.

Banca:

Nota:

Orientador (a):

[Assinatura]
Assinatura

1ª. 9,5

MARCELO DE CASTRO CALLADO

Nome legível

1º Membro:

[Assinatura]
Assinatura

2ª. 9,5

JOSÉ COELHO PLATO FILHO

Nome legível

2º Membro:

[Assinatura]
Assinatura

3ª. 9,5

JÁDER GARCIA JUCÁ

Nome legível

Média: 9,5

Data da Aprovação:

Fortaleza, 15 / 06 / 2018

Visto do Coordenador (a): _____

Quis custodiet ipsos custodes

Juvenal

Resumo

O presente trabalho tem como objetivo identificar as relações existentes entre a teoria do binômio reputação-credibilidade da Autoridade Monetária e as expectativas inflacionárias sob o Regime de Metas de Inflação no Brasil. Para alcançar este objetivo foi feito uma análise do comportamento da credibilidade do Banco Central do Brasil (BCB), isto é, o quanto os agentes de mercado acreditam que a meta perseguida pelo BCB pode ser alcançada. Utilizou-se dois índices com base nos dados de expectativas de inflação dos agentes de mercado para analisar as ligações estabelecidas pela reputação-credibilidade no Regime de Metas de Inflação. Primeiro índice visa mensurar a credibilidade e o segundo índice visa analisar o grau de dispersão das expectativas. Posteriormente fez-se a análise dos resultados. Ao final, concluiu-se que os objetivos propostos foram satisfeitos, assim como a hipótese.

Palavras-chaves: Inflação. *Policymaker*. Política Monetária. Regime de metas. Índice de credibilidade.

Abstract

The present work aims to identify the existing relations between the theory of the binomial reputation-credibility of the Monetary Authority and the inflationary expectations under the Inflation Target in Brazil. To achieve this objective was an analysis of the behavior of the credibility of the Central Bank of Brazil (BCB), that is, how much market agents believe that the goal pursued by BCB can be achieved. It was used two indexes based on the inflation expectations data of market agents to analyze the links established by reputation-credibility in the system of Inflation Targets. The first index aims to measure credibility and the second index aims to analyze the degree of dispersion of expectations. Analysis of the results was subsequently analyzed. In the end, it was concluded that the proposed objectives were satisfied as well as the hypothesis.

Palavras-chaves: Inflation. Policymaker. Monetary policy. Inflation Target. Credibility index.

Lista de ilustrações

Figura 1 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2000	41
Figura 2 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2001	43
Figura 3 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2002	45
Figura 4 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2003	47
Figura 5 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2004	49
Figura 6 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2005	51
Figura 7 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2006	52
Figura 8 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2007	55
Figura 9 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2008	57
Figura 10 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2009	58
Figura 11 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2010	60
Figura 12 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2011	61
Figura 13 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2012	63
Figura 14 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2013	64
Figura 15 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2014	65
Figura 16 – Corrente de Comércio Exterior e Balança Comercial (US\$ Bilhões)	79
Figura 17 – Participação das Exportações Brasileiras nas Exportações Mundiais	79
Figura 18 – Necessidades de Financiamento Externo (US\$ Bilhões)	79
Figura 19 – Dívida Externa Pública e Privada (US\$ Bilhões)	80
Figura 20 – Relação da Dívida Pública Bruta e Líquida sobre o PIB	80
Figura 21 – Relação da Dívida Externa Bruta e as Reservas Internacionais Líquidas	80
Figura 22 – Crescimento do PIB e Consumo das Famílias - Variação Anual	81
Figura 23 – Taxa de Investimento e Formação Bruta de Capital Fixo	81
Figura 24 – Investimento Público Federal (% do PIB)	81
Figura 25 – Índices de Crescimento das Vendas Reais no Varejo (Ano Base 2003 = 100)	82
Figura 26 – Vendas do Complexo Automotivo (Mil Unidades)	82
Figura 27 – Crédito Total Saldo em Final de Período (% do PIB)	83
Figura 28 – Crédito - Recursos Livres e Direcionados (% do PIB)	83
Figura 29 – Crédito a Pessoas Físicas e Jurídicas - Saldo em Final de Período (% do PIB)	83
Figura 30 – Financiamento do BNDES (Em R\$ Bilhões)	84
Figura 31 – Evolução da Taxa de Inflação (%)	85
Figura 32 – Variação Anual do IPCA - Preços Gerais, Livres Administrados	85
Figura 33 – Variação Mensal do IPCA - Preços Gerais, Livres Administrados	85
Figura 34 – Taxa de Câmbio Anual (R\$ / US\$) - [Comercial - Venda - Média]	86

Figura 35 – Taxa de Câmbio Mensal (R\$ / US\$) - [Comercial - Venda - Média]	86
Figura 36 – Taxas de Juros SELIC (% a.a)	86
Figura 37 – Meta da Taxa Selic e Taxa Selic Anualizada [por Reunião do COPOM]	87
Figura 38 – Preço do Petróleo Bruto (US\$) - [Brent - FOB]	87
Figura 39 – Setor Público Consolidado - Abaixo da Linha (% do PIB)	88
Figura 40 – Setor Público Consolidado - Acima da Linha (% do PIB)	88
Figura 41 – Evolução da Dívida Bruta do Governo Geral e seus Componentes (% do PIB)	88

Lista de quadros

Quadro 1 – Resumo da Alteração do Produto com a Existência de Expectativas 22

Lista de tabelas

Tabela 1 – Histórico para Metas de Inflação no Brasil	39
Tabela 2 – Classificação do Coeficiente de Variação	40

Lista de abreviaturas e siglas

ANFAVEA	Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores
BACEN	Banco Central
BB	Banco do Brasil
BC	Banco Comercial
BCB	Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CM	Casa da Moeda
CMN	Conselho Monetário Nacional
COPOM	Comitê de Política Monetária
CV	Coeficiente de Variação
CVP	Coeficiente de Variação de Pearson
FBKF	Formação Bruta de Capital Fixo
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IC	Índice de Credibilidade
IED	Investimento Estrangeiro Direto
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IT	Inflation Target
MDIC	Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior
OPEP	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
PIB	Produto Interno Bruto
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SFN	Sistema Financeiro Nacional
STN	Secretaria do Tesouro Nacional

Sumário

	INTRODUÇÃO	14
1	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	16
1.1	Inflação	16
1.2	Perspectivas sobre Políticas de Estabilização	17
1.2.1	A Política Econômica Deve ser Ativa ou Passiva?	17
1.2.2	Papel das Expectativas no Comportamento dos Agentes Econômicos	18
1.2.3	Os Hiatos entre a Implementação das Políticas Econômicas e os Efeitos das Políticas	23
1.2.4	A Díficil Tarefa da Previsão Econômica	26
1.3	Gênese da Teoria sobre Credibilidade	27
1.3.1	Políticas Discricionárias versus Políticas Baseadas em Regras	27
1.3.2	Reputação e Credibilidade da Autoridade Monetária	30
2	REGIME DE METAS PARA INFLAÇÃO NO BRASIL	32
2.1	Cenário Econômico	32
2.2	Estabilidade de Preços e Âncoras Nominais	33
2.3	Metas de Inflação	34
2.3.1	Elementos Fundamentais	34
2.3.2	Aspectos Institucionais	35
3	METODOLOGIA	37
3.1	Índice de Credibilidade	37
3.2	Coeficiente de Variação Amostral de Pearson	40
3.2.1	Grau de Dispersão das Expectativas de Inflação	40
4	RESULTADOS	41
4.1	Governo FHC — 2000 a 2002	41
4.1.1	Ano 2000	41
4.1.2	Ano 2001	43
4.1.3	Ano 2002	45
4.2	Governo Lula — 2003 a 2006	47
4.2.1	Ano 2003	47
4.2.2	Ano 2004	48
4.2.3	Ano 2005	50
4.2.4	Ano 2006	52
4.3	Governo Lula — 2007 a 2010	54

4.3.1	Ano 2007	54
4.3.2	Ano 2008	56
4.3.3	Ano 2009	57
4.3.4	Ano 2010	59
4.4	Governo Dilma — 2011 a 2014	61
4.4.1	Ano 2011	61
4.4.2	Ano 2012	62
4.4.3	Ano 2013	63
4.4.4	Ano 2014	64
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	67
5.1	Relevância do Tema	67
5.2	Conclusão Geral	67
5.3	Objetivos Propostos	68
5.4	Sugestões	68
	REFERÊNCIAS	70
	ANEXOS	78
	ANEXO A – SETOR EXTERNO	79
	ANEXO B – ATIVIDADE ECONÔMICA	81
	ANEXO C – CRÉDITO E FINANCIAMENTO	83
	ANEXO D – INFLAÇÃO E PREÇOS	85
	ANEXO E – CONTAS PÚBLICAS	88

INTRODUÇÃO

A inflação é um assunto, dentro da ciência econômica, que ao ser estudado possui capacidade de relacionar diversas áreas. É um tema, particularmente, importante no Brasil, pois, sofremos um período traumático de hiperinflação entre a década de 1980 e 1990. Período, este, que acompanhado de diversas tentativas falhas de controle inflacionário ficou conhecido como a “década perdida”.

O assunto é essencialmente importante ao ressaltar a evidência internacional, no que é ratificada pela experiência brasileira, que taxas de inflação elevadas geram distorções que levam a aumentos dos riscos, isto é, deprimem os investimentos. Tais desvios apresentam-se, por exemplo, subtraindo o poder de compra dos salários, resultando em diminuição da confiança e consumo das famílias. Essas consequências negativas manifestam-se, também, no encurtamento dos horizontes de planejamento das empresas e governos, bem como na deterioração da confiança destes. Por conseguinte, taxas de inflação elevadas reduzem o potencial de crescimento da economia, bem como a geração de empregos e de renda.

A adoção do regime de metas inflacionárias foi um esforço para dar continuidade ao processo de estabilização dos níveis de preços que já havia iniciado anteriormente, durante o Plano Real. Esse sistema vem como instrumento de ancoragem das expectativas, substituindo outros que se mostraram ineficientes. Todo esse arcabouço institucional, implantado em 1999, serve como instrumento para questionar: o regime de metas de inflação pode induzir (positivo ou negativamente) as expectativas inflacionárias dos agentes de mercado?

A presente pesquisa insere-se no esforço de mostrar as relações existentes entre a teoria do binômio reputação-credibilidade e as expectativas inflacionárias sob o regime de metas de inflação no Brasil. O objetivo principal é analisar o comportamento da credibilidade da Autoridade Monetária, isto é, o quanto os agentes de mercado acreditam que a meta perseguida pelo Banco Central do Brasil (BCB) pode ser alcançada. Como objetivos específicos tem-se: (i) analisar homogeneidade e heterogeneidade das expectativas inflacionárias; (ii) verificar a presença de inconsistência temporal; e (iii) verificar o desempenho do regime de metas de inflação.

Utilizou-se dois índices com base nas expectativas de inflação dos agentes de mercado para analisar as ligações estabelecidas pelo binômio credibilidade-reputação no Regime de Metas de inflação. Ou seja, pretendeu-se examinar o comportamento das expectativas de inflação sob o *Inflation Target*. O primeiro índice desenvolvido por Sicsú (2002) mediu a credibilidade das metas que deveriam ser atingidas, ao longo de cada

ano, pelo BCB. Isto é, mediu quanto (pontos variando entre $-\infty$ e 100) o mercado acreditava que as metas seriam cumpridas. O segundo índice é um coeficiente de Pearson para medir o grau de dispersão das expectativas inflacionárias.

Por apresentar uma metodologia relativamente simples e se aprofundar em um assunto tão vasto e complexo, o trabalho possui certas limitações. Ao longo do estudo foram feitas diversas observações sobre como o trabalho não busca elucidar temas como: causa e custos do processo inflacionário, se a política deve ser ativa ou passiva, se deve haver intervenção ou não do *policymaker*, dentre outras. Pois, estes aspectos são dados como fatos, isto é, em nosso ambiente econômico pode-se verificar o fenômeno inflacionário, a execução de políticas fiscais e monetárias expansionistas ou contracionistas por parte dos *policymakers*, etc.

Outras limitações observáveis são a temporal, territorial e de conteúdo. A pesquisa se limitou em verificar dados que compreendam apenas o território brasileiro na totalidade e não suas regiões. O período analisado compreende-se entre 03 de janeiro de 2000 até 31 de dezembro de 2014, pois, a data de início coincide com o período em que o Sistema de Expectativas do Banco Central do Brasil começou a ser alimentado e a data fim coincide com o último dia de Governo do período presidencial fechado mais recente. Além, claro, a pesquisa não pretendeu adentrar nos aspectos ideológicos ou políticos que o tema pudesse ensejar.

Este trabalho é dividido em cinco partes principais. Na primeira, fundamentamos sobre o arcabouço inicial necessário para compreensão do tema. Mais especificamente, quais modelos de políticas econômicas poderiam ser adotados, qual o papel das expectativas no comportamento dos agentes econômicos; passando pelos efeitos da implantação das políticas e a difícil tarefa da previsão econômica. Estes tópicos nos permitiram ir da vertente mais ampla a mais específica, quanto a necessidade de haver regras na condução econômica, que culminou na gênese da teoria sobre o binômio reputação-credibilidade da Autoridade Monetária.

Na segunda parte, tratamos do cenário econômico brasileiro e sua dificuldade histórica em enfrentar uma excessiva volatilidade nos preços e por qual motivo o Regime de Metas de Inflação se encaixou como melhor instrumento de controle inflacionário. Aliado a isso foi elucidado quais os elementos fundamentais do sistema de metas e seus respectivos aspectos institucionais. Na terceira parte, elucidamos qual a metodologia foi utilizada e quais suas características, para alcançarmos os objetivos aqui propostos. Na quarta parte, apresentamos os resultados agrupados por períodos presidenciais fechados e subdivididos em anos. E por fim, nas considerações finais apresentamos as conclusões gerais, os objetivos alcançados, as limitações impostas e as sugestões.

1 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

1.1 Inflação

Em uma economia de mercado, como o Brasil, é natural que os preços dos bens e serviços sejam flexíveis, ou seja, os agentes formadores de preços — empresas e governo — possuem plena capacidade de modificá-los. Portanto, o fenômeno da inflação é inteiramente comum no cenário brasileiro. Inflação, segundo Dornbusch, Fischer e Startz (2013), pode ser definida como a taxa de variação nos preços. Já para Froyen (2013) inflação é a elevação no nível geral de preços. De forma bem resumida podemos estabelecer que “a taxa de inflação é calculada como a taxa percentual de variação no índice¹ de preços em um período determinado” (FROYEN, 2013, p. 20). A literatura, de onde essas definições foram retiradas, nos permite inferir que o episódio inflacionário: (i) é um processo e não um evento isolado; (ii) envolve aumentos regulares e não pontuais de preços; e (iii) envolve aumentos generalizados de preços e não ocasionais.

Dentro da Academia existem diversas teorias que visam explicar as causas da inflação, em cada uma delas há diferentes prerrogativas quanto aos fatores primordiais desse fenômeno, resultando, assim, em distintas políticas anti-inflacionárias. As principais interpretações do que causa a inflação podem ser divididas em: (i) causas monetárias (emissão ou impressão de papel moeda), (ii) causas psicológicas (expectativas); e (iii) causas reais (descompasso entre oferta e demanda). Há também de se atentar, além das causas, os custos do processo inflacionário, tais como deterioração das funções da moeda — unidade de conta, meio de troca e reserva de valor — alterações na distribuição de renda e riqueza, etc.

Este trabalho não tem como objetivo elucidar a causa (ou as causas) do processo inflacionário, se limitará a citar apenas as principais teorias, pois, não há como explicar a inflação — quanto fenômeno — sem discutir os custos do processo inflacionário. Visa-se apenas destacar os elementos mais importantes da política econômica que corroborem com o objetivo de analisar os instrumentos de políticas monetárias e suas relações com as expectativas inflacionária.

¹ “Medida do nível de preços agregado relativo a um ano-base escolhido” (FROYEN, 2013, p. 20).

1.2 Perspectivas sobre Políticas de Estabilização

1.2.1 A Política Econômica Deve ser Ativa ou Passiva?

Assim como a inflação, outro fenômeno que é comum a economias de mercado é o ciclo econômico. Podemos defini-lo sucintamente como flutuações da atividade econômica em longo prazo, ou seja, há períodos onde prevalece a expansão da economia e períodos onde se observa a contração da atividade econômica. Também, assim como o fenômeno inflacionário, não iremos nos ater sobre a causa dessa oscilação, mas apenas sobre seus efeitos e como os formuladores de políticas econômicas do governo (*policymakers*) devem reagir a esse ciclo.

Alguns economistas, segundo Mankiw (2015), como William McChesney Martin, consideram que a economia é instável² por natureza e utilizam como argumento que existem choques frequentes na demanda agregada³ e na oferta agregada⁴. A saída mais razoável para se estabilizar a economia, portanto, é que os *policymakers* utilizem seus poderes para implantar políticas monetárias e fiscais, logo, esses choques não provocarão oscilações desnecessárias e ineficientes nos níveis da produção, do emprego, da inflação, etc. “Diz-se popularmente que a política macroeconômica deve se posicionar na direção contrária ao vento, estimulando a economia quando ela está desaquecida e desacelerando o ritmo da economia quando ela está superaquecida” (MANKIW, 2015, p. 672).

Já para outros economistas, segundo Mankiw (2015), como Milton Friedman, a economia é inerentemente estável. Para este, as políticas econômicas mal formuladas é que são responsáveis por oscilações significativas e ineficientes pelas quais às vezes enfrentamos. “A política econômica não deve tentar realizar a sintonia fina⁵ da economia. Os formuladores de política econômica deveriam, sim, admitir as limitações de suas capacidades e se dar por satisfeitos se não causarem nenhuma espécie de mal” (MANKIW, 2015, p. 672).

Os próximos tópicos buscam responder duas perguntas que surgem nessa narrativa. A primeira é: a política monetária deve assumir um papel ativo na tentativa de estabilizar os níveis de preços, ou deve permanecer passiva? E a segunda: os *policymakers* devem sentir-se livres para usar instrumentos de política monetária, em seu poder, discricionariamente em resposta a variações nos determinantes macroe-

² “Most Keynesians viewed the economy as inherently volatile, constantly buffeted by the shifting animal spirits of investors” (MANKIW, 2006, p. 33).

³ “Demanda total por bens e serviços” (FROYEN, 2013, p. 26).

⁴ “A oferta agregada descreve o comportamento do lado da produção da economia” (SAMUELSON; NORDHAUS, 2012, p. 520).

⁵ “Variações bruscas na taxa de expansão monetária são utilizadas para compensar pequenos choques de demanda, ou de oferta (quebras de safra, deteriorização nas relações de troca etc.)” (SIMONSEN; CYSNE, 2009, p. 352).

conômicos influenciadores dos preços, ou devem se comprometer a seguir uma regra de política monetária fixa?

1.2.2 Papel das Expectativas no Comportamento dos Agentes Econômicos

Antes que abordemos os questionamentos gerados no tópico anterior é preciso, pelo menos, ter um panorama⁶ da Macroeconomia e suas escolas durante o século passado. Entender um pouco da história da Macroeconomia é parte importante deste trabalho.

O primórdio da economia — resgatando o início desta matéria quanto ciência — dá-se com Adam Smith. Este, por sua vez, focou-se em sintetizar todo o raciocínio econômico do seu período, quase como uma Síntese Econômica Clássica⁷. Da mesma forma Alfred Marshall no final do século XIX com sua Síntese Econômica Neoclássica. Basicamente, a exceção dos Marginalistas⁸, de 1776⁹ até a Crise de 1929¹⁰ (conhecida como A Grande Depressão) as principais Escolas Econômicas tinham como foco a oferta. Dessa forma, John Maynard Keynes desenvolveu postulados que buscavam explicar flutuações econômicas de curto-prazo (algo que a teoria convencional da época tinha enorme dificuldade). Portanto, “na complexidade de se analisar a economia de forma intertemporal que surge um divisor ideológico na economia” (CAMPOS, 2017, p. 2).

Em 1936¹¹ Keynes demonstra que sua teoria teria como foco principal a demanda, ao invés da oferta. Ou seja, em momentos de crise, a saída mais rápida seria expandir o que Keynes denominou de Demanda Agregada e para isso usar como variável de amplitude o gasto governamental, pois, era uma variável de completo controle dos *policymakers*. Essa ideia ficou conhecida como Efeito Multiplicador.

(MANKIW, 2006, p. 31) salienta que:

“When a modern economist reads *The General Theory*, the experience is both exhilarating and frustrating. On the one hand, the book is the work of a great

⁶ Para um entendimento mais detalhado do papel da Macroeconomia no que tange a *policy making* e Escolas do Pensamento Econômico ver Mankiw (2006), Campos (2017) e Iorio (2011).

⁷ “A ideia central de uma Síntese é observar as principais teorias econômicas do seu período e sintetizá-las de maneira didática” (CAMPOS, 2017, p. 3).

⁸ Escola Econômica cuja premissa está em torno da Lei da Utilidade Marginal, onde a formação de preços não dependia mais exclusivamente dos custos de produção (Teoria do Valor Trabalho). Nela passou-se a considerar que os preços são determinados simultaneamente pela oferta e demanda, onde tais fatores dispõem de complexas interdependências e, estes, interagem e afetam-se reciprocamente.

⁹ Ano de publicação do livro “Uma Investigação sobre a Natureza e as Causas da Riqueza das Nações” cujo autor é Adam Smith.

¹⁰ “Autobiographical essays by prominent economists of this era, such as Lawrence Klein, Franco Modigliani, Paul Samuelson, Robert Solow, and James Tobin, confirm that the Depression was a key motivating event in their careers (MANKIW, 2006, p. 30).

¹¹ Ano de publicação do livro “A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda” cujo autor é John Maynard Keynes.

mind being applied to a social problem whose currency and enormity cannot be questioned. On the other hand, although the book is extensive in its analysis, it somehow seems incomplete as a matter of logic. Too many threads are left hanging. The reader keeps asking, what, precisely, is the economic model that ties together all the pieces?

Com base nesse questionamento Mankiw (2006) destaca que o instrumental matemático cuja inovação em colocar sob o mesmo guarda-chuva ferramentas de ideologias e pensamentos econômicos diferentes foi desenvolvido após a morte de Keynes e ficou conhecido como Síntese de Hicks, onde o economista John Richard Hicks baseado largamente na teoria de Keynes aplicou as ideias deste dentro do instrumental Neoclássico. “O maior exemplo disso é provavelmente o modelo IS¹²-LM¹³ [...] criado por Hicks para compreender os efeitos de uma política keynesiana” (CAMPOS, 2017, p. 3). Mendonça (2002) salienta que antes de se entender se as ideias de Keynes obtiveram sucesso ou não, os Estados Unidos entram na 2.^a Guerra Mundial. Dessa forma, a Demanda Agregada acaba sendo fortemente expandida e torna-se inconclusivo qualquer afirmação sobre os efeitos da política keynesiana.

O mesmo autor também afirma que surfando na onda política favorável pró-regulação estatal, os primeiros Keynesianos, ou Neokeynesianos como ficaram conhecidos, ditaram a política econômica por mais de vinte anos (especificamente o período em que durou o Sistema de Bretton Woods¹⁴). Diversos modelos surgiram nessa época de “bonança Keynesiana”. Contudo, dentre tantos modelos, estava a base do castelo de cartas Keynesiano: a Curva de Phillips¹⁵. A concepção de um *trade-off* entre a variação da taxa de desemprego e da taxa de inflação validavam que expansões monetárias ocasionavam crescimento econômico sustentável. Entretanto, em parte, com base nessa mesma ideia a Macroeconomia estava prestes a sofrer mais uma revolução, pois, as expectativas passariam a ter papel importantíssimo na política econômica.

Essa revolução pode ser atribuída a Milton Friedman. Embora a maior ênfase de suas teorias tenham sido acerca da moeda, seu primeiro trabalho acadêmico de impacto foi sobre a Renda Permanente. Esta, pode ser resumida da seguinte forma: “[...] a lógica de Friedman era simples: em longo prazo, as pessoas tendiam a poupar mais do que consumir [...] baseado no fato de que as mesmas se importavam com sua renda no futuro. [...] isso afeta diretamente o Efeito Multiplicador Keynesiano, que guiava a política econômica há quase dez anos na época” (CAMPOS, 2017, p. 4). A partir desse ponto (fim da década de 1950), Friedman direcionaria seus esforços

¹² *Investment Saving*

¹³ *Liquidity Preference Money Supply*

¹⁴ Julho de 1944 (pós 2.^a Guerra Mundial) até agosto de 1971 (1.^a Crise do Petróleo).

¹⁵ “A curva de Phillips é uma relação inversa entre a taxa de desemprego e a taxa de aumento dos salários nominais. Quanto maior a taxa de desemprego, menor a taxa de inflação dos salários. Em outras palavras, há um dilema entre inflação de salários e desemprego” (DORNBUSCH; FISCHER; STARTZ, 2013, p. 116).

acerca do papel da moeda; o que lhe garantiu, juntamente aos seus colegas de trabalho na *University of Chicago*, uma nova escola de pensamento econômico, o Monetarismo. E como visto, seus trabalhos de relevância de alguma forma vinham a contrapor o *mainstream* da teoria econômica dominada pelas teorias de Keynes.

Todavia, o cerne da revolução consumada por Friedman surge quando — juntamente a Phelps¹⁶, em 1968 — escreve um *paper* cuja ideia era criticar a Curva de Phillips. Segundo Campos (2017) a ideia de Friedman e Phelps era que a Curva de Phillips não ocorreria em longo prazo. Isso aconteceria devido ao fato de qualquer expansão monetária apenas afetaria os índices nominais da economia, tais como salários e preços. Para corrigir o erro, sugerem a Expectativa Adaptativa — que traz a ideia de expectativa para o centro da Política Econômica. Em resumo “[. . .] as expectativas são adaptativas quando, com o passar do tempo, os agentes econômicos percebiam os erros cometidos em suas avaliações e os corrigiam, até que, no longo prazo, eles fossem totalmente eliminados” (IORIO, 2011, p. 3).

Iorio (2011, p. 3) afirma:

Podemos resumir o monetarismo em duas proposições básicas: (i) a instabilidade da oferta de moeda e (b) a estabilidade da demanda de moeda. Dessas premissas surge o diagnóstico; as flutuações cíclicas das economias podem ser atribuídas à instabilidade da oferta de moeda. Sendo assim, a terapia correta é que os bancos centrais devem atuar sempre no sentido de garantir uma taxa fixa de crescimento monetário (conhecida como *x-rule*).

É justamente esse ponto de virada (no que tange a *policy making*: o foco deixa de ser majoritariamente política fiscal e passa a ser política monetária) que Friedman foi tão revolucionário¹⁷ para políticas econômicas quanto Keynes. Não à toa o Monetarismo passou a ser *mainstream* da teoria econômica por um período e alcançou grandes patamares do debate político ao tornar-se a receita chilena para conduzir a economia e ainda ser influente nos governos de Reagan e Thatcher. Toda a lógica produzida por essa vertente da teoria econômica foi responsável por introduzir o conceito de regra — e não mais discricionariedade — na política monetária, pois, segundo Iorio (2011) esta tinha como objetivo principal não mais ser usada para alcançar pleno emprego¹⁸, mas apenas para proporcionar a estabilidade de preços necessária para o crescimento sustentado da economia que é considerado como uma questão essencialmente de oferta (e não de demanda, como no keynesianismo), e de expansão da capacidade produtiva ao longo do tempo.

¹⁶ Edmund Phelps. Ganhador do Prêmio de Ciências Econômicas em Memória de Alfred Nobel em 2006.

¹⁷ “Friedman’s proposed rule of steady growth in monetary aggregates has few adherents today, it was an early precursor to the inflation-target regimes now in effect in many of the world’s central banks” (MANKIW, 2006, p. 33).

¹⁸ Até que houvesse o contraponto feito pelo Monetarismo, os responsáveis pelas políticas monetárias as utilizavam para encontrar um equilíbrio entre inflação e desemprego, pois a crença na Curva de Phillips era majoritária.

Todavia o monetarismo — assim como qualquer outra teoria — estava passível de ser contestada e assim foi. Robert Lucas com base em um *paper*¹⁹ aplicou a Expectativa Racional — aquela mesma utilizada por anos na microeconomia — para os agentes na Curva de Phillips. Segundo Campos (2017) a ideia de Lucas ao aplicar Expectativa Racional na Macroeconomia era que todos os agentes tivessem ciência do modelo, isto é, todos os agentes compreenderiam as ações do governo de maneira acurada. Foi dessa forma que Lucas criou sua maior divergência de Friedman, pois, para este a Expectativa Adaptativa tratava todos os agentes econômicos como semirracionalmente racionais; eles lidariam com a inflação de maneira retroativa. Os agentes observariam a inflação do mês anterior e corrigiria os salários, preços e outras variáveis nominais. Essa hipótese faz sentido, porém, apenas parcialmente, porque ela assume que nenhum agente sabe da existência do modelo. Já para Lucas isso não ocorreria já que os agentes simplesmente perceberiam qualquer tentativa de política monetária do governo e anteciparia ações do planejador central.

Iorio (2011, p. 4) resume a Escola desenvolvida por Lucas ao afirmar:

A Escola das Expectativas Racionais baseia-se em três hipóteses bastante fortes: (i) todos os agentes econômicos são otimizadores; (ii) não têm qualquer tipo de “money illusion”, isto é, tornam sempre as suas decisões com base em variáveis reais (e não em variáveis nominais); e (iii) suas expectativas são racionais [...] de forma simples, as expectativas dos agentes econômicos são racionais quando, na média, os agentes acertam em suas expectativas.

Pode-se concluir com base nestas três hipóteses que, não é possível para o governo, nem mesmo transitoriamente manter a economia funcionando acima de sua capacidade natural — mediante política de “sintonia fina” de natureza keynesiana — pois, os agentes econômicos antecipam a inflação que ocorrerá no futuro e a trazem para o presente. Ou seja,

“uma das conclusões mais importantes da Escola de Expectativas Racionais é a conhecida proposição da invariância, segundo a qual as políticas do governo não têm qualquer poder — mesmo no curto prazo — para afetar as variáveis reais da economia, tais como o produto, o emprego e os salários reais” (IORIO, 2011, p. 5).

Somente no caso onde as políticas do governo englobarem algum elemento de incerteza ou surpresa é que poderiam momentaneamente afetar variáveis reais.

Outro aspecto bastante importante e auferido por Lucas dentro do conjunto de contribuições da Escola ao qual representa é que o nível de preços hoje depende da política monetária de agora — que, obviamente, é conhecida — e da política monetária que se espera vir a ser executada no futuro, a qual, por sua vez, depende do *deficit*

¹⁹ Muth (1961)

governamental de hoje e do *deficit* esperado para o futuro. Portanto, pode haver situações em que, na presença de desequilíbrio crônico²⁰ nas contas públicas, uma política monetária austera²¹ pode significar mais inflação no futuro, bastando, para isso, que as expectativas para o *deficit* público seja no sentido de que ele vai se deteriorar. Dessa forma não basta que se observe as ações do Banco Central (Bacen) e das autoridades fiscais; é preciso que se antecipe para o que se pensa que ambos irão fazer no futuro. Isto revolucionou a macroeconomia moderna, a partir dos anos 70 do século passado.

E, por fim, mas não menos importante, outra contribuição significativa — dado o que foi arguido no parágrafo anterior — foi ter mostrado que deve existir coordenação entre a política monetária e fiscal, para que o jogo da economia seja cooperativo. Segundo Iorio (2011) quando não existe coordenação entre estas políticas, por exemplo, quando o governo apresenta forte desequilíbrio em suas contas e o Bacen resolve atacar a inflação, a taxa de juros necessária para que a inflação caia passa a ser muito maior do que seria caso as contas públicas apresentassem equilíbrio entre receitas e despesas.

O Quadro 1 resume de maneira adequada o que tentamos explorar neste tópico. Para melhor entendimento do que está descrito abaixo é preciso destacar que a versão forte da expectativa racional consiste naquele modelo em que os agentes econômicos sempre acertam na média o valor efetivo da variável com relação a suas expectativas. Já a versão simples, ou fraca, da expectativa racional é aquela onde “somente alterações não antecipadas ou surpreendentes poderiam alterar o produto real no curto prazo, porque não haveria tempo dos agentes se anteciparem às medidas do governo” (SAMPAIO, 2016, p. 859). Mais adiante iremos explorar melhor o conceito de choques não antecipados.

Quadro 1 – Resumo da Alteração do Produto com a Existência de Expectativas

ALTERAÇÃO DO PRODUTO/RENDA/EMPREGO			
Política fiscal ou monetária	Expectativa adaptativa	Expectativa racional (choques antecipados e versão forte)	Expectativa racional (choques não antecipados ou versão fraca)
Curto prazo	Eficaz	Ineficaz	Eficaz
Longo prazo	Ineficaz	Ineficaz	Ineficaz

Extraído de: SAMPAIO (2016, p.862)

A partir da concepção de expectativas coloca-se em evidência o papel destas, na formação do comportamento dos agentes econômicos e como isso reflete

²⁰ Despesas do governo superiores as suas receitas em um cenário de tendência linear crescente.

²¹ Tentativa de redução da demanda por moeda. Frequentemente usa-se elevação da taxa de juros para restringir/reduzir demanda por crédito e conseqüentemente por consumo e investimento.

no desempenho da economia. Por esse motivo este tópico é tão importante para o desenvolvimento do trabalho, pois, as expectativas são o cerne desta pesquisa. Nos tópicos adiantes iremos demonstrar o impacto de todas essas revoluções no que tange a políticas econômicas.

1.2.3 Os Hiatos entre a Implementação das Políticas Econômicas e os Efeitos das Políticas

Como acaba de ser visto ainda que os *policymakers* conduzam, há muito, a política monetária e a política fiscal, é mais recente a perspectiva de que deva fazer uso dos instrumentos de política econômica visando a estabilização da economia. O Banco Central do Brasil (BCB), por exemplo, foi criado²² — quanto instituição reguladora, normatizadora e executora de política monetária — apenas em 1964 para solidificar o papel que antes era atribuído a outros órgãos públicos como a Casa da Moeda (CM) e ao Banco do Brasil (BB).

São incontáveis os argumentos dos que defendem uma responsabilidade contínua dos *policymakers* em conduzir políticas macroeconômicas. Estes, costumam ser legisladores (políticos) os quais acreditam, como muitos economistas, que, na ausência de um papel ativo do governo na economia, eventos como a Crise de 2008 poderiam ocorrer regularmente. Mankiw (2015, p. 673) conseguiu sintetizar essa postura da seguinte forma:

Para muitos economistas, a necessidade de uma política econômica ativa do governo é clara e simples. Recessões constituem períodos com elevados índices de desemprego, baixa renda e dificuldades econômicas acentuadas. O modelo de demanda agregada e oferta agregada ilustra de que maneira os choques na economia podem causar recessões. Mostra, também, como a política monetária e a política fiscal podem prevenir (ou pelo menos amenizar) recessões por meio de reações a esses choques. Esses economistas consideram um desperdício não utilizar tais instrumentos de política econômica para estabilizar a economia.

Enquanto isso, outra linha de raciocínio, adotada por alguns economistas, é o de assumir que o governo não deve posicionar-se interventivamente na política macroeconômica, ou seja, são críticos em relação às tentativas dos *policymakers* em estabilizar a economia. Um desses argumentos dá título ao tópico e é apresentado a seguir:

Se considerarmos que os efeitos das políticas econômicas fossem imediatas, a estabilização da economia seria algo relativamente simples e a ideia de responsabilizar

²² Lei nº 4594, de 31 de dezembro de 1964. Responsável por instituir o Sistema Financeiro Nacional (SFN) como conhecemos hoje.

o governo pelo desempenho macroeconômico seria louvável. Entretanto, os *policy-makers* se deparam com o problema que decorre dos longos hiatos de tempo entre a implementação de uma política econômica e os efeitos desta política. Mankiw (2015) discorre que o problema desses formuladores é ainda mais complicado, uma vez que é difícil prever a extensão desses hiatos de tempo.

Há uma distinção entre duas categorias de hiato de tempo que são importantes na condução das políticas de estabilização: o hiato interno e externo. “O hiato interno é o intervalo de tempo entre um choque na economia e a ação da política econômica em resposta a esse choque” (MANKIW, 2015, p. 674). Essa lacuna temporal ocorre, pois é necessário um prazo entre os *polycymakers* perceberem que aconteceu um choque e, a partir disso, pôr em execução a política econômica adequada. Já “o hiato externo é o intervalo de tempo entre uma ação da política econômica e sua respectiva influência sobre a economia” (MANKIW, 2015, p. 673). Esse hiato acontece, pois, políticas econômicas — sejam fiscais ou monetárias — não influenciam de imediato variáveis reais como gasto público, renda, emprego, etc.

Percebe-se, aqui, que o hiato interno longo²³ é inerente a execução de política fiscal, pois, mudanças nos patamares de gastos ou impostos exigem a sanção presidencial e aprovação das duas casas (câmara e senado) do congresso. Ou seja, o trâmite legislativo, às vezes, é moroso e complicado acarretando adiamentos que tornam a política fiscal um mecanismo inconsistente²⁴ para estabilizar a economia. Todavia a política monetária ao ser analisada sob a ótica de seus instrumentos, acaba por apresentar um hiato interno curto, uma vez que, segundo Barbosa (1996), estes instrumentos se resumem em: (i) taxa de juros²⁵ no mercado de reservas bancárias; (ii) taxa de redesconto²⁶; e (iii) alíquotas de reservas compulsórias²⁷ sobre os depósitos do sistema bancário. Ou seja, de um modo genérico, essas variáveis são controladas diretamente pelo BCB e podem ser modificadas rapidamente — ou pelo menos mais rápidas que os instrumentos de política fiscal.

²³ Mankiw (2015) afirma que países com sistema parlamentarista costumam ter um hiato interno - atrelado a política fiscal - mais curto, pois o partido no poder consegue, de modo geral, obter mais rapidamente a aprovação de mudanças na política econômica. É o caso do Reino Unido, por exemplo.

²⁴ Deve-se observar que existem políticas fiscais com hiato interno reduzido - denominadas por Mankiw (2015) de estabilizadores automáticos - cujo gatilho é a própria atividade econômica. Por exemplo, impostos sobre os lucros das empresas diminuem automaticamente quando a economia entra em recessão sem que haja nenhuma modificação na legislação tributária, uma vez que se incide menos impostos quando há menos lucros. Outros exemplos são o sistema de seguro-desemprego e assistência social que aumentam automaticamente quando a economia se contrai.

²⁵ Taxa Selic.

²⁶ Operação de empréstimo do BCB a um Banco Comercial (BC). Costuma ser a soma da taxa Selic mais uma taxa prefixada - normalmente 2%, 4% ou 6% - a depender do prazo que o BC necessita do dinheiro para equilibrar seus saldos diários.

²⁷ Determinação legal de que os BCs precisam manter em uma conta no BCB parte de seus depósitos - à vista, a prazo ou em poupança - para haver controle na multiplicação da moeda escritural (transações sem necessidade de papel moeda).

Qualquer modificação por parte do BCB — nesses instrumentos mencionados — geram mudanças na oferta monetária, o qual, no que lhe concerne, influencia diretamente investimento e demanda agregada. Todavia, como destaca Iorio (2011) e Mankiw (2015) uma alteração na taxa de crescimento da oferta de moeda leva cerca de seis a nove meses para afetar a atividade econômica. Por exemplo, vamos supor que o BCB decida reduzir a taxa de juros para aquecer a economia (expansão monetária), isso — como dito anteriormente — influencia o nível de investimento, porém, as empresas precisam desenvolver seus planos com antecedência²⁸, de maneira que há uma lacuna temporal entre essa decisão e os agentes econômicos assimilarem o estímulo. O mesmo paralelo pode ser feito em relação ao consumo. Então, apesar de políticas monetárias possuírem um hiato interno curto, seu hiato externo é longo.

Como visto em tópico anterior, parte da academia defende que a política macroeconômica deve “se posicionar contrária ao vento”, porém Mankiw (2015, p. 674) argumenta que essa posição pode não ser ideal quando diz:

As defasagens longas e variáveis associadas à política monetária e à política fiscal certamente dificultam a estabilização da economia. Os defensores da política econômica passiva argumentam que, por causa dessas defasagens, políticas de estabilização bem-sucedidas são praticamente impossíveis. De fato, as tentativas de estabilizar a economia podem ser desestabilizadoras. Suponhamos que a condição da economia se modifique entre o início de uma ação de uma política econômica e o seu respectivo impacto sobre a economia. Nesse caso, uma política ativa pode acabar estimulando a economia quando ela está em fase de aquecimento, ou desestimulando a economia quando ela está em processo de esfriamento. Os defensores da política econômica ativa admitem que esses hiatos de tempo realmente exigem que os formuladores de política sejam cautelosos. No entanto, argumentam eles, esses hiatos de tempo não significam necessariamente que a política deva ser completamente passiva, especialmente ao se deparar com um grave e prolongado declínio na atividade econômica.

Por fim, ao analisar entre quais as possibilidades de postura (ativa ou passiva) dos *policymakers* quanto as políticas estabilizadoras, chegamos as seguintes conclusões: (i) independentemente do que acham os *policymakers*, os economistas e os agentes econômicos, em geral, sobre a natureza estável ou instável da economia, a oscilação da atividade econômica é um fato; e (ii) essa realidade pode ser suavizada ou não através de política monetária e fiscal. O presente trabalho não tem como objetivo analisar exaustivamente se deve haver ou não a ação interventora dos formuladores de políticas públicas, tendo em vista que o cenário político no qual estamos inseridos esta intervenção ocorre. Ou seja, nos próximos tópicos analisaremos qual o melhor formato

²⁸ Há de se atentar que construir uma nova planta industrial ou a aumentar capacidade de um indústria já instalada ou construir novos edifícios residenciais e comerciais, por exemplo, não ocorre da noite para o dia. Portanto empresas fazem uso racional das informações que dispõem naquele momento para realizar suas projeções e calcular seus retornos sobre investimento.

de execução das políticas econômicas e como minimizar os erros provenientes de previsões mal feitas.

1.2.4 A Difícil Tarefa da Previsão Econômica

Vimos que a influência de políticas econômicas sobre a economia dá-se através de um hiato temporal. Portanto, as políticas executadas cujo objetivo é a estabilização demandam eficiência em antecipar, com nitidez, as condições da economia no futuro. No tópico anterior foram apresentados os instrumentos de política monetária e pode-se perceber que as consequências na utilização destes são assimiladas — principalmente — pela demanda agregada, ou seja, “se não conseguirmos prever se a economia estará passando por um superaquecimento ou uma recessão daqui a seis meses ou um ano, não poderemos avaliar se a política monetária e a política fiscal deveriam no momento atual tentar expandir ou contrair a demanda agregada” (MANKIWI, 2015, p. 675).

Essa dificuldade em prever como estarão os indicadores econômicos foi sintetizada por Iorio (2011), Franco (2015) e Lopes (2012) quando chegam no denominador comum de que a ação humana é dotada de efeitos involuntários do mesmo modo que o conhecimento possui características de indeterminação e imprevisibilidade que não podem ser calculados *a priori*, uma vez que estes são dispersos. Isto é, os responsáveis por formular políticas econômicas — ou qualquer outro agente — não possuem todo o conhecimento presente na economia dado que é impossível sintetizar o imenso volume de decisões que são tomadas todos os dias por todos os agentes econômicos.

Dado essa limitação de informações, o método comumente empregado pelos órgãos — públicos ou privados — responsáveis por traçar prognósticos para a economia é por meio de modelos macroeconômicos cujo objetivo é sintetizar amostras de dados e encontrar resultados que se aproximem da realidade. (MANKIWI, 2015, p. 675) descreve assim:

Esses modelos informatizados de larga escala são compostos por um grande número de equações, cada uma delas representando uma parte da economia. Após definir pressupostos sobre a trajetória das variáveis exógenas²⁹ como a política monetária e a política fiscal, esses modelos geram previsões sobre desemprego, inflação e outras variáveis endógenas. Lembre-se, porém, de que a validade desses prognósticos será tão genuína quanto forem o modelo e os pressupostos usados por aqueles que realizam previsões sobre as variáveis exógenas.

²⁹ Santos (2004) define variável dependente, explicada ou endógena quando seu comportamento é explicado pela teoria em causa, nomeadamente pelo comportamento da(s) variável(eis) independente(s), explicativa(s) ou exógena(s) que são determinadas por ocorrências exteriores à teoria em causa, ou seja, são meros dados que se aceitam para estudar o desempenho da variável explicada.

O setor produtivo utiliza, assim como o governo, previsões econômicas quando precisam decidir o nível de produção e os investimentos que serão realizados. E, também, assim como o governo, não possuem alternativa senão confiar nessas previsões. Esses responsáveis pelos processos decisórios — seja na esfera pública ou privada — precisam ter em mente que: (i) eventos econômicos mais dramáticos — provenientes de choques de oferta³⁰ ou bolhas³¹ — são imprevisíveis; e (ii) as previsões precisam ter uma considerável margem de erro.

1.3 Gênese da Teoria sobre Credibilidade

1.3.1 Políticas Discricionárias versus Políticas Baseadas em Regras

Com base no que já foi visto até aqui, podemos identificar que a partir da década de 1970 observava-se a transição entre modelos de políticas monetárias de grande relevância. A discussão sobre estas políticas passaram a ser sobre quais objetivos devem ser perseguidos e como devem ser conduzidas para tais fins. A mudança na análise teórica da política monetária foi que, esta, deixou de ser entendida como instrumento cujo principal objetivo é a elevação dos níveis de empregos e passou a ser entendida como instrumento de busca da estabilidade dos preços. Dessa forma a moderna interpretação da Teoria Quantitativa da Moeda proposta na coletânea de artigos *Studies in the Quantity Theory of Money*³² por Friedman (1956), nesse estágio, pode-se dizer que foi a possível influência teórica — e não a difundida pela revolução das expectativas racionais — sobre os responsáveis pela política monetária do período que se seguia (década de 1990).

Segundo Mendonça (2002) do ponto de vista prático foi o fim do sistema de Bretton Woods³³ que culminou nessa fase de inflexão em relação à política monetária, pois, se fez necessário encontrar uma nova âncora nominal capaz de controlar o nível de preços na economia. Dessa forma a estratégia utilizada por diversos países consistiu na proposta de Friedman, denominada *x-rule*. Isto é, “usava-se metas para o

³⁰ Alguns exemplos de choques na oferta são: “quebra” de safras ocasionadas por mudanças climáticas; crises internacionais ou guerras que prejudicam o fornecimento de determinadas matérias primas etc.

³¹ Segundo Corrêa (2015) bolha especulativa, bolha financeira ou bolha econômica é uma situação em que o movimento do preço de um determinado bem ou ativo se desvia fortemente de seu valor intrínseco. Tal situação pode, também, ser descrita como uma circunstância em que os preços dos ativos parecem basear-se em uma visão distorcida ou inconsistente sobre o futuro.

³² “O desenrolar deste corpo teórico acabou por propor regras de crescimento constante da oferta monetária em detrimento de medidas discricionárias de política monetária, como sendo a forma mais eficiente de as autoridades monetárias promoverem a estabilidade do nível de preços e o crescimento sustentado do produto per capita” (CORAZZA; KREMER, 2003, p. 66)

³³ “O Padrão Ouro-Dólar, também conhecido como Sistema de Bretton Woods, era baseado em taxas de câmbio fixas dos países centrais, porém reajustáveis, pois podiam mudar por decisões de política em relação ao dólar e em relação ao preço oficial do ouro. O preço oficial do ouro em dólares foi mantido constante até 1971. Fazia também parte do sistema o controle de fluxos de capitais de curto prazo, na maior parte dos países” (SERRANO, 2004, p. 192).

crescimento dos agregados monetários, o que, por sua vez, denotava uma estrutura para a condução da política monetária baseada em regras“ (MENDONÇA, 2002, p. 47).

É dentro desse cenário que concomitante as transformações ocorridas na teoria macroeconômica que uma nova discussão teve início a partir da questão de “como minimizar perdas sociais quando medidas políticas precisam ser tomadas em diversos períodos no tempo” (MENDONÇA, 2002, p. 47). Desde então, um problema potencial que passou a ser averiguado reside em investigar se os *policymakers* devem agir segundo normas que determinam as políticas a serem executadas em qualquer período, ou se devem elaborar as escolhas dos instrumentos políticos a cada período no tempo.

Mankiw (2015) define que a política econômica é conduzida por regras, caso seus formuladores anunciem antecipadamente o modo como a política reagirá a várias situações e caso se comprometam a seguir aquilo que foi anunciado, e é conduzida por poder discricionário, caso seus formuladores estejam livres para dimensionar os eventos à medida que ocorrem, optando pela política que considerem apropriada na ocasião necessária.

Podemos auferir, portanto, que o fato da política ser discricionária ou com base em regras tem completa relação com as intenções e a capacidade dos *policymakers*. O mesmo autor também argumenta que o uso de regras tem por base o conhecimento imperfeito sobre a economia e a tendência dos *policymakers* em conduzir a política econômica para fins inadequados do ponto de vista do bem-estar social. Ou seja, “se os políticos são incompetentes ou oportunistas, talvez não desejemos lhes conceder o poder discricionário para fazer uso das poderosas ferramentas de política monetária e fiscal” (MANKIW, 2015, p. 681).

São diversas as razões que explicam o surgimento da incompetência na política econômica: talvez o processo político seja errático, talvez porque reflita a oscilação do poder de grupos de interesses especiais, etc. Embora essa incompetência possa ser atribuída mais sob a ordem política do que econômica ambos espectros são inerentes, dada a estrutura de governo adotada pelo Brasil. Sendo assim, a proposição de soluções incorretas para problemas econômicos complexos é algo usual na política. Mankiw (2015, p. 681) argumenta que o processo político, de modo geral, não pode estabelecer distinção entre conselhos apresentados por charlatões e conselhos apresentados por economistas competentes dado que:

O oportunismo na política econômica surge quando os objetivos de seus formuladores entram em conflito com o bem-estar da população. Alguns economistas receiam que os políticos utilizem a política macroeconômica para fomentar interesses eleitoreiros pessoais. Se os cidadãos votam com base nas condições econômicas predominantes na ocasião das eleições, os políticos têm um incentivo para adotar políticas econômicas que farão com que

a economia aparente estar bem durante os anos de eleição. Um determinado presidente pode causar recessão logo depois de tomar posse, com o objetivo de diminuir a inflação, e em seguida estimular a economia, à medida que vai se aproximando a eleição subsequente, para diminuir o nível de desemprego: isso garantiria que tanto a inflação quanto o desemprego estariam baixos na época da eleição.

O uso de políticas cujo comportamento se enquadra como discricionário, caracteristicamente, é responsável por gerar dois fatores problemáticos, são eles a (i) inconsistência temporal; e o (ii) viés inflacionário. O primeiro, pode ser apresentado formalmente da seguinte maneira:

Admita que a autoridade monetária pretende implementar uma regra política ótima ou um plano para a política futura em algum instante no tempo t . Portanto, o responsável pela política maximiza alguma função-objetivo sujeita às necessidades do setor privado. Por consequência, uma importante consideração a ser feita é como a política esperada em $t+\Delta t$ afeta as decisões econômicas dos agentes privados no intervalo de tempo t e $t+\Delta t$. Ademais, é necessário verificar se do ponto de vista da autoridade monetária o plano ótimo ex-ante³⁴ continua sendo ótimo ex-post³⁵ dada as restrições que se observa em $t+\Delta t$. Para a sequência do exemplo, é assumido que o plano ótimo ex-ante torna-se inadequado para $t+\Delta t$. A justificativa para esta situação advém do fato de que as decisões do setor privado foram tomadas antes de $t+\Delta t$, o que por sua vez permite a escolha de uma nova estratégia de política pela autoridade monetária. Dessa forma, o planejamento inicial tornou-se inconsistente no tempo (MENDONÇA, 2002, p. 51).

De maneira mais simplificada Mankiw (2015, p. 682) descreve da seguinte forma:

Em algumas situações, pode acontecer que os formuladores de políticas econômicas desejem anunciar antecipadamente a política que será seguida, de modo a influenciar as expectativas dos tomadores de decisão da iniciativa privada. Mais tarde, entretanto, depois de os tomadores de decisão do setor privado terem agido com base em suas expectativas, esses formuladores de políticas econômicas podem se sentir tentados a voltar atrás em seu pronunciamento. Ao compreender que esses formuladores podem ser incoerentes ou inconstantes ao longo do tempo, os responsáveis pelos processos decisórios do setor privado são levados a não confiar nos anúncios sobre políticas econômicas. Diante dessa situação, para tomar seus pronunciamentos dignos de credibilidade junto à população, é desejável que os formuladores de políticas econômicas assumam um compromisso em relação a uma regra fixa para políticas econômicas.

Já, o viés inflacionário ocorre quando há uma ligação política — mesmo que indireta — entre a autoridade monetária e o *policymaker*, pois, este ao assumir que a curva de Phillips pode, de fato, manter níveis de emprego elevados, estariam dispostos

³⁴ Relativo ao desenvolvimento de um fato econômico antes da sua ocorrência.

³⁵ Relativo ao desenvolvimento de um fato econômico depois da sua ocorrência.

a criar oscilações monetárias³⁶ imprevistas provocando um erro na formação de expectativas dos agentes³⁷. Ou seja, pode-se dizer que a autoridade monetária abriria mão da estabilização da moeda — através do processo de ilusão monetária — para alcançar objetivos pretendidos pelo governo.

Em vista disso, a política monetária desempenha um papel tão importante como estabilizador da economia, porque quando os agentes possuem total confiança em relação ao comportamento médio dos preços no futuro, propõe-se eliminar qualquer possível distúrbio. Em outras palavras, a adoção de políticas baseadas em regras seria preferível àquelas executadas de forma discricionária, pois, assim cria-se uma âncora nas expectativas dos agentes econômicos.

1.3.2 Reputação e Credibilidade da Autoridade Monetária

Embora Friedman (1968) com seu conceito de expansão monetária predeterminada (*x-rule*) tenha dado início a análise sobre o comportamento de autoridades monetárias baseado em regras, foi o trabalho de Kydland e Prescott (1977) que abordou a problemática que envolve credibilidade de políticas monetárias onde “passaram a utilizar as regras como um compromisso (*commitment*) para a autoridade monetária” (MENDONÇA, 2002, p. 51). Utilizando a mesma linha de raciocínio Barro e Gordon (1983) retomaram e ampliaram a análise iniciada por Kydland e Prescott (1977) e salientaram a significância do papel da reputação sobre a política monetária como forma de disciplinar a mesma.

Sicsú (2002, p. 705) resume credibilidade como “uma regra ou um objetivo não será crível se existem, na avaliação dos agentes privados, incentivos ao rompimento da regra ou possibilidades de não cumprimento de um objetivo preestabelecido”, ou seja, podemos assumir que uma política monetária é plausível³⁸ caso seja baseada em regras e com objetivos que os agentes acreditam que serão cumpridos. Sicsú (2002) também argumenta que a problemática referente a reputação das autoridades monetárias desenvolvida por Barro e Gordon demonstrou que os *policymakers* estão diante de um complexo problema, pois: (i) dado que *policymakers* e agentes econômicos formadores de expectativas estão em movimentos interativos de ação-e-reação e tais movimentos, no que lhe concerne, resultam em uma ligação indesejável entre políticas monetárias adotadas por tais autoridades (e seus resultados) e as expectativas dos

³⁶ Expansão ou contração da oferta de moeda.

³⁷ Surpresa inflacionária.

³⁸ Segundo Mendonça (2002) o conceito de credibilidade também pode ser entendido como o nível de confiança que os agentes econômicos depositam na exequibilidade de uma política anunciada. Ou seja, uma política inspirará maior credibilidade se ela sinalizar aos agentes uma chance reduzida da ocorrência de inconsistência temporal. Assim, por exemplo, se o Bacen ao longo da sua história obteve êxito no combate à inflação (o que implica conquista de reputação), os agentes acreditam que ele, também, terá sucesso no controle da inflação futura, o que, por sua vez, denota alto grau de credibilidade.

agentes em relação ao comportamento destas autoridades (e seus objetivos) no futuro; (ii) uma política monetária pode não surtir o efeito esperado, ao fracassar em seu objetivo, impondo restrições (custos) a implementação de novas políticas monetárias mesmo que com novos propósitos; e (iii) a possibilidade em se perder reputação torna mais reflexivo quais políticas monetárias devem ser adotadas já que um erro modificaria o estado expectacional (a credibilidade) dos agentes em um sentido provavelmente conflitante com a política monetária pretendida.

Por fim, Sicsú (2002, p. 705) descreve:

O conceito de reputação refere-se ao comportamento pregresso das autoridades monetárias. A reputação é uma variável *backward-looking*. Já a credibilidade é uma variável *forward-looking* que depende do julgamento do mercado em relação à factibilidade dos objetivos a serem perseguidos. A credibilidade é alimentada pela reputação conquistada. Contudo, não é determinada exclusivamente pelo comportamento passado. Uma política considerada não factível pelo mercado teria a sua credibilidade comprometida, embora pudesse estar sendo implementada por autoridades monetárias com (elevada) reputação — até então. Entretanto, a tentativa de alcançar objetivos considerados inexecutáveis pelo mercado, portanto, não críveis, reduziria o grau de reputação das autoridades monetárias no futuro breve.

Tudo que foi apresentado até agora serve como base para facilitar a compreensão sob qual cenário estava a economia brasileira na década de 1990 e porquê diante de tantas alternativas optou-se por ancorar nossas expectativas as asas do Regime de Metas de Inflação. Nos tópicos que seguiremos abordaremos de forma mais específica o histórico das tentativas de estabilização dos preços no Brasil e quais regras e fundamentos compõem as Metas Inflacionárias.

2 REGIME DE METAS PARA INFLAÇÃO NO BRASIL

2.1 Cenário Econômico

Antes que abordemos precisamente as características do sistema de Metas de Inflação, no Brasil, vamos analisar a situação macroeconômica que prevalecia na década de 1990, momento que precedeu a implantação do regime.

Embora nosso foco esteja no fim da década de 1980 em diante, nossa história econômica na totalidade vem marcada por inúmeras tentativas de controle da inflação. Só de 1986 a 1994 foram sete³⁹ planos econômicos cujo principal objetivo era equilibrar o crescimento desenfreado dos níveis de preços. Como visto anteriormente, a tentativa de controle inflacionário está diretamente ligada a credibilidade das autoridades monetárias em tornar exequível tal política, portanto pode-se destacar que um plano anunciado possui como resultado: (i) não surtir efeito algum, pois, os agentes julgam a autoridade monetária incapaz de alcançar aquilo que propôs; ou (ii) surtir efeito positivo, momentâneo ou não; e (iii) surtir efeito negativo/de piora, agravando a inflação.

Todos os planos executados no período, a exceção do Real, acabou por suscitar no cenário três onde agravava a inflação que pretendia combater. Portanto “medidas que foram elaboradas para melhorar a situação acabaram contribuindo para intensificar ainda mais o problema inflacionário” Shikida, Araujo Jr. e Soares (2011, p. 111). Isso implica que o fracasso de tais políticas estavam, de certa forma, ligado à credibilidade das autoridades monetárias e dos *polycymakers*. Segundo Shikida, Araujo Jr. e Soares (2011) o Real foi o único plano que conseguiu amenizar a inércia inflacionária e controlar a inflação de maneira satisfatória. Além de tomar medidas relacionadas ao controle fiscal e à recuperação da âncora nominal da economia, o Plano Real tinha como desafio reconquistar a confiança dos agentes. Talvez seja nesse ponto que se encontre o maior êxito do plano que mudou os rumos da economia brasileira.

Como bem observado por Albuquerque e Gouvea (2009) avaliando a política monetária adotada em cada plano de estabilização a inconsistência existente entre a oferta de moeda e a taxa de crescimento esperada da demanda por moeda sugere que o fracasso desses planos foi marcado por uma liquidez excessiva. Ou seja, quando os agentes percebiam uma taxa de crescimento dos agregados monetários superior ao crescimento da demanda por moeda, as expectativas em relação aos preços aumentavam, evidenciando, assim, falta de confiança em relação à política monetária.

Dado que naquele período já não mais havia âncora nominal estabelecida, o

³⁹ Plano Cruzado 1 (1986); Plano Cruzado 2 (1986); Plano Bresser (1987); Plano Verão (1989); Plano Collor 1 (1990); Plano Collor 2 (1991); e Plano Real (1994).

Plano Real, quando foi lançado, buscou estabilidade de preços através do câmbio. A estabilização de preços foi alcançada, porém, com um grande custo. Como houve paridade cambial entre Real (R\$) e Dólar (US\$) as importações aumentaram e as exportações reduziram, causando, assim, um *deficit* em conta-corrente. Já a taxa de juros precisava ser mantida em níveis elevados para atrair capital externo e equilibrar o balanço de pagamentos. A dívida total também cresceu em proporções insustentáveis. Tudo isso alinhado a crises internacionais como a do México (1994) e da Rússia (1997) que só intensificaram esses custos.

2.2 Estabilidade de Preços e Âncoras Nominais

Diante desse cenário, a responsabilidade em mitigar o problema da inconsistência temporal e do viés inflacionário relacionado à condução da política monetária, levou à concepção de mecanismos que permitissem chegar aos resultados ansiados em termos de estabilidade de preços. Segundo Mishkin (1999) esses mecanismos consistem na definição de uma regra a ser seguida pela autoridade monetária, as chamadas âncoras nominais.

Também, de acordo com Mishkin (1999, p. 578) uma âncora nominal pode ser definida como “um mecanismo que fixa as expectativas dos agentes em relação ao nível de preços nominais ou à trajetória da taxa de inflação por um período. O autor afirma que:

Dentre as escolhas mais utilizadas estão: as que estabelecem metas para a expansão monetária, as que determinam metas de inflação, as que estipulam restrições para a taxa de câmbio, as que utilizam o Produto Interno Bruto (PIB) nominal como âncora de preços, e a política do “just do it” (que não estabelece regras explícitas para a política monetária). Cada uma delas apresenta peculiaridades que podem tornar sua implantação inviável em algumas economias.

Como visto até aqui: metas para expansão do agregado monetário (*x-rule*) resultava em liquidez excessiva, dada a incapacidade da autoridade monetária em prever a taxa de crescimento da demanda por moeda; restrições para a taxa de câmbio — câmbio fixo ou banda cambial — foi utilizado na primeira fase do Plano Real e possuía um custo muito elevado tornando restrito sua atuação ao longo do tempo; políticas discricionárias (*just do it*) não são eficientes para ancorar as expectativas dos agentes econômicos e torna mais fácil a utilização de políticas econômicas com fins eleitoreiros próprios dos *policymakers*.

É então que em 1999, o Real tem forte desvalorização tornando impraticável a manutenção da política de bandas cambiais. Desse modo, segundo (NASSIF, 2015, p. 427) foi empregado o “chamado tripé da política macroeconômica [...] caracterizado

pelo regime de metas para a inflação, *superavit* fiscal primário e regime de câmbio flutuante“. Essa foi uma alternativa de “âncora nominal implementada pelas autoridades monetárias, capaz de assegurar a continuidade do processo de estabilização da inflação, sem, todavia, gerar desequilíbrios crônicos de balanço de pagamentos“ (ARESTIS; PAULA; FERRARI-FILHO, 2009, p. 8).

Todos os mecanismos e estratégias abordados nesse tópico e nos anteriores tem como objetivo contextualizar o cenário pelo qual se optou pela adoção do regime de metas. A seguir iremos analisar de forma mais contundente as características desse sistema.

2.3 Metas de Inflação

2.3.1 Elementos Fundamentais

De acordo com Bernanke e Mishkin (1997, p. 105) :

O fundamento para adoção do Regime de Metas é o fato de se caracterizar como uma estrutura capaz de neutralizar as expectativas inflacionárias dos agentes sem estar sujeito a outros problemas. O motivo é o fato da meta representar uma âncora nas expectativas inflacionárias, o que aumenta a confiança na condução da política monetária de forma mais eficiente do que em relação a outras âncoras nominais. Ao contrário da estratégia de fixação da taxa de câmbio e das metas monetárias, as metas de inflação possibilitam à política monetária combater choques sobre a economia, além de serem facilmente compreendidas pelo público.

E é diante desse contexto que para melhor entender o sistema de metas inflacionárias precisa-se saber quais elementos que o caracterizam. De forma resumida Shikida, Araujo Jr. e Soares (2011) e Gerin (2016a)⁴⁰ definem quatro elementos básicos: (i) anúncio público de meta numérica para o nível de inflação futura; (ii) comprometimento institucional com estabilidade de preços como objetivo primordial da política monetária; (iii) estratégia de atuação pautada pela transparência para comunicar claramente o público sobre os planos, objetivos e razões que justificam as decisões de política monetária; e (iv) mecanismos para tornar as autoridades monetárias responsáveis pelo implemento das metas para inflação.

O Sistema além de envolver mais que o anúncio de metas para inflação, também abrange a transparência e a prestação de contas regulares à sociedade (empresas e famílias) e as seus representantes (*policymakers*) como elementos primordiais. Dentre outras características que podem ser observadas temos: (i) escolha de um índice de inflação; (ii) definição da meta entre pontual ou intervalar (banda), no caso desta existe a alternativa de ter ou não meta central; (iii) horizonte da meta, definição do período

⁴⁰ Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin)

que prevalecerá o cumprimento da meta inflacionária; (iv) existência de cláusulas de escape para situação onde haja necessidade em justificar o não cumprimento da meta; e (v) transparência como mecanismo de comunicação da autoridade monetária visando informar a sociedade sobre a condução do regime de metas.

2.3.2 Aspectos Institucionais

Segundo Arestis, Paula e Ferrari-Filho (2009) o Regime de Metas de Inflação brasileiro é baseado no modelo britânico de *Inflation Target (IT)*. O Conselho Monetário Nacional (CMN⁴¹) — com base no decreto número 3088⁴² — estabelece as metas de inflação, que são propostas pelo Ministro da Fazenda. O Comitê de Política Monetária (Copom⁴³) do BCB tem de atingir o alvo da meta de inflação através do uso das taxas de juros de curto prazo⁴⁴. Todavia, qual mecanismo possibilita o BCB adequar a taxa de juros a inflação pretendida? Segundo Paulani e Braga (2012) por conta do governo ser emissor dos ativos financeiros de menor risco da economia: os títulos públicos; a taxa básica de juros oferecida é usada para definir as demais taxas. No Brasil, essa taxa é conhecida como taxa Selic (Sistema Especial de Liquidação e Custódia dos títulos públicos, operado e administrado pelo próprio BCB). A partir disso podemos definir que a taxa de juros é o principal instrumento de condução da política monetária.

Arestis, Paula e Ferrari-Filho (2009, p. 10) define que:

O regime brasileiro de IT estabelece metas de inflação com duração de um ano para o ano corrente e os dois próximos anos. A meta de inflação é baseada em um índice cheio, isto é, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA⁴⁵). Certo grau de flexibilidade é introduzido através da definição de um intervalo de tolerância que tem variado de 2,0 a 2,5 pontos percentuais acima ou abaixo da meta central. A outra razão para a introdução dessa flexibilidade é que ela auxilia o BCB a alcançar as metas de inflação no contexto dos choques internos e externos, aos quais a economia brasileira estava exposta.

⁴¹ O CMN tem três membros: o Ministro da Fazenda (presidente do conselho), o Ministro de Planejamento e o Presidente do Banco Central. Além de ser responsável pela definição das metas de inflação, o CMN também é responsável pela aprovação das principais normas referentes à política monetária, à taxa de câmbio e à regulação do sistema financeiro.

⁴² Para maiores informações acessar: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/D3088.htm

⁴³ O Copom foi criado em 20 de junho de 1996, ficando encarregado de estabelecer a posição da política monetária e da taxa de juros de curto prazo. Ele é composto pelo quadro de diretores do BCB.

⁴⁴ Segundo Paulani e Braga (2012, p. 331) as reuniões do Copom são realizadas a cada 45 dias e então é decidida, a partir de um processo de votação entre os seus membros, a taxa de juros que irá vigorar nos próximos 45 dias. A escolha da taxa baseia-se na avaliação de três variáveis-chaves, a saber: (i) A expectativa de inflação vigente no mercado; (ii) O hiato do produto, ou seja, a evolução do produto efetivo em comparação com o produto potencial (o máximo de produto que a economia pode alcançar sem gerar pressões inflacionárias); e (iii) A ocorrência de choques de preços.

⁴⁵ O IPCA, calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), representa uma amostra de famílias que têm renda de até 40 salários mínimos. A amostra coberta tem uma base geográfica ampla que inclui famílias residentes nas maiores cidades do Brasil.

Caso a variação anual do índice inflacionário esteja dentro dos limites estabelecidos, a meta de inflação obteve êxito. Do contrário — se a inflação ultrapassar o que foi estabelecido pelo CMN — o presidente do BCB precisa, através de uma carta pública, justificar os motivos do fracasso, assim como evidenciar as estratégias recomendadas para resgatar o alcance da meta e o tempo em que essas medidas deverão surtir efeito. De acordo com Arestis, Paula e Ferrari-Filho (2009, p. 11):

Ao final de cada trimestre (janeiro/fevereiro/março, abril/maio/junho, julho/agosto/setembro, outubro, novembro/dezembro), o Copom publica o Relatório de Inflação do BCB, que fornece informações detalhadas sobre as condições econômicas, assim como as previsões de inflação do Copom. O objetivo do referido Relatório é informar ao público e ao mercado sobre as metas e a implementação da política monetária.

Todos esses aspectos, que são institucionalizados e transformados em regras, fornecem aos agentes econômicos uma rede de transparência e publicização ao que concerne o Regime de Metas. Tornando claro o que deve ser feito, como deve ser feito e por quem deve ser feito. Aqui encerramos todo o arcabouço teórico que servirá de base para melhor entendimento da pesquisa desenvolvida. No próximo tópico veremos qual metodologia será utilizada para alcançarmos os objetivos propostos pelo trabalho.

3 METODOLOGIA

Para o desenvolvimento deste trabalho utilizou-se métodos quantitativos que têm como objetivo analisar o comportamento das expectativas de inflação do mercado. Sendo assim, a pesquisa possui natureza quantitativa por se basear em premissas e fórmulas matemáticas, e resultados numéricos. No entanto, outros aspectos do assunto aqui tratado vão além de número e são cada vez mais levados em consideração como ambiente institucional no qual as autoridades monetárias e *policymakers* estão inseridos. Quanto ao fim a pesquisa caracteriza-se como descritiva.

3.1 Índice de Credibilidade

Sicsú (2002) desenvolveu um índice para medir a credibilidade das metas de inflação anunciadas para cada ano no Brasil. Como visto, caso a intenção de política monetária seja plausível, o mercado acredita que pode ser atingido. Então, segundo Sicsú (2002, p. 706):

Uma meta de inflação para um determinado período é plenamente crível se é igual à expectativa de inflação do mercado para o mesmo período, sendo o contrário verdadeiro: se a expectativa de inflação do mercado está bastante distante da meta de inflação do banco central, isto significa que tal objetivo de política econômica carece de credibilidade. Enfim, credibilidade quer dizer quanto o mercado acredita que a meta pode ser alcançada.

Esse índice de credibilidade (IC) nas metas inflacionárias para o Brasil pode ser definido como:

$$IC = 100 - \left\{ \frac{|E_t - M_a^c|}{b} \right\} * 100$$

Em que E_t é a expectativa de variação anual do IPCA em determinado dia t . M_a^c é o centro da meta de inflação estabelecido para o ano e , b , o denominador, é a margem de tolerância/banda (superior ou inferior) para a meta de inflação do IPCA no ano. Então, o índice de credibilidade das metas inflacionárias varia no intervalo $]-\infty, 100]$ ⁴⁶. Quando se aproxima de 100 pontos, isto quer dizer que o mercado acredita que o centro da meta será alcançado; quando se aproxima de zero (pela direita), quer

⁴⁶ Esta metodologia não está a prova de críticas. Mendonça (2004) destaca algumas limitações em relação ao intervalo que o índice de Sicsú (2002) apresenta, pois há uma certa dificuldade em fazer outras inferências quando tal índice pode assumir valores negativos. Essas críticas foram rebatidas em Sicsú (2005) ao conjecturar que índice elaborado busca, apenas, quantificar uma questão relevante e essencialmente empírica: quanto o mercado acredita que a meta perseguida pelo BCB pode ser alcançada. Por isso a metodologia de Sicsú atende ao objetivo aqui proposto. Para o leitor tenha interesse em saber mais sobre os variados índices de credibilidade e suas contribuições verificar Mendonça e Souza (2007).

dizer que o mercado avalia que a variação do IPCA estará próxima de um dos limites (máximo ou mínimo) estabelecidos; e quando o índice torna-se negativo, significa que o mercado não acredita que a meta (incluindo o intervalo de segurança) será cumprida.⁴⁷

Com base na metodologia supracitada foram coletadas — a partir de informações disponibilizadas pelo BCB — as expectativas de variação anual do IPCA através do Sistema de Expectativas do Mercado⁴⁸ cuja série temporal possui periodicidade diária (semana de 5 dias), com cálculo selecionado a partir de uma média⁴⁹ das projeções das instituições e agentes participantes do sistema. O período escolhido foi de 03 de janeiro de 2000 (em razão do sistema possuir dados de expectativa do IPCA a partir desta data) a 31 de dezembro de 2014 (em função da análise vigorar sobre exercícios presidenciais fechados).

O centro da meta e a margem de tolerância utilizados neste estudo estão em negrito na Tabela 1. Embora a regra estabelecida pelo CMN seja fixar a meta para IPCA com 2 anos de antecedência, utiliza-se a última revisão, caso haja, como a oficial para fins de métrica do sucesso ou não do Regime de Metas. Mesmo que no ano de 2003 valores (meta IPCA e intervalo de tolerância) da revisão mais recente — Carta Aberta 177 — tenham ocorrido quase ao fim do primeiro mês do referido ano. Em 2004 e 2005 as últimas revisões da meta aconteceram com antecedência; ou seja, no momento que os participantes do sistema o alimentam com suas projeções já era de conhecimento geral a informação da meta revisada. Para fins de cálculo do IC todas as metas para seus respectivos anos serão calculadas e plotadas em cenários distintos para melhor inferir os resultados, realizar comparações, etc. Observando que em 2005 os intervalos de tolerância da última definição de meta — Ata da 100.^a Reunião do Copom — possuem intervalo de tolerância inferior e superior assimétricos, portanto, se decidiu por utilizar a média dos dois valores para se adequar a fórmula do índice.

⁴⁷ Cabe ressaltar que quando o índice tem um reduzido valor em razão de um afastamento para baixo das expectativas em relação ao centro da meta, possivelmente a perda de credibilidade, neste caso, tenha um significado diferente daquele indicado pela situação oposta, isto é, o caso brasileiro, em que um baixo valor do índice indica um afastamento para cima das expectativas em relação ao centro da meta. Uma análise teórica comparativa dessas duas situações é relevante e mereceria ser desenvolvida em outros estudos, embora sua relevância empírica para o caso em foco seja desprezível (SICSÚ, 2002, p. 706).

⁴⁸ Segundo Gerin (2016b) todas as projeções - não só as relacionadas a índices de preços - são elaboradas por instituições que atuam no mercado financeiro como: bancos, gestoras de recursos, consultorias etc. Em resumo, é um sistema de coleta de projeções junto a economistas do mercado. Pode ser acessado em: <https://www3.bcb.gov.br/expectativas/publico/consulta/serieestatisticas>

⁴⁹ Também há como opção de cálculo: mediana, desvio padrão, coeficiente de variação, máximo e mínimo.

Tabela 1 – Histórico para Metas de Inflação no Brasil

Ano	Norma	Data	Meta IPCA (%)	Intervalo de Tolerância ± (p.p.)	Inflação Efetiva (IPCA % a.a)	Alcançou a Meta?
1999	Resolução 2615	30/06/1999	8,00	2,00	8,94	Sim
2000	Resolução 2615	30/06/1999	6,00	2,00	5,97	Sim
2001	Resolução 2615	30/06/1999	4,00	2,00	7,67	Não
2002	Resolução 2744	28/06/2000	3,50	2,00	12,53	Não
2003	Resolução 2842	28/06/2001	3,25	2,00	9,30	Não
	Resolução 2972	27/06/2002	4,00	2,50		
	Carta Aberta 177	21/01/2003	8,50	0,50		
2004	Resolução 2972	27/06/2002	3,75	2,50	7,60	Sim
	Carta Aberta 177	21/01/2003	5,50	0,00		
	Resolução 3108	25/06/2003	5,50	2,50		
2005	Resolução 3108	25/05/2003	4,50	2,50	5,69	Sim
	Ata da 100. ^a Reunião do Copom	23/09/2004	5,10	+1,90/-3,10		
2006	Resolução 3210	30/06/2004	4,50	2,00	3,14	Sim
2007	Resolução 3291	23/06/2005	4,50	2,00	4,46	Sim
2008	Resolução 3378	29/06/2006	4,50	2,00	5,90	Sim
2009	Resolução 3463	26/06/2007	4,50	2,00	4,31	Sim
2010	Resolução 3584	01/07/2008	4,50	2,00	5,91	Sim
2011	Resolução 3748	30/06/2009	4,50	2,00	6,50	Sim
2012	Resolução 3880	22/06/2010	4,50	2,00	5,84	Sim
2013	Resolução 3991	30/06/2011	4,50	2,00	5,91	Sim
2014	Resolução 4095	28/06/2012	4,50	2,00	6,41	Sim

Fonte: Banco Central do Brasil (2017b) - Elaboração Própria

3.2 Coeficiente de Variação Amostral de Pearson

Segundo Freund (2007) o coeficiente de variação de Pearson é uma medida de dispersão relativa, empregada para estimar a precisão de experimentos e representa o desvio-padrão expresso como porcentagem da média. De forma mais simples podemos dizer que ele mede o grau de variabilidade de um grupo, ou seja, o quanto a observação se afasta da média. Como os dados são expressos em forma de uma amostra o cálculo é demonstrado a partir da fórmula:

$$CVP = \frac{S}{\bar{X}} \times 100$$

Onde, CVP é o coeficiente de variação de Pearson; S é o desvio-padrão dos dados da série; \bar{X} é a média dos dados da série; e é multiplicado por cem para que o resultado seja apresentado em valores percentuais ao invés de valores decimais.

3.2.1 Grau de Dispersão das Expectativas de Inflação

Para Sicsú (2002) o coeficiente de variação amostral de Pearson pode ser considerado um indicador da homogeneidade/heterogeneidade das expectativas de inflação do mercado. Quanto menor este coeficiente, mais homogêneas são as expectativas; e quanto maior esse coeficiente, mais heterogêneas são as expectativas. Para melhor análise do grau de dispersão utilizou-se classificação de acordo com a Tabela 2:

Tabela 2 – Classificação do Coeficiente de Variação

Faixa	CV	Dispersão
Menor ou Igual a 15%	Baixo	Baixa Dispersão — Homogênea ou Estável
Entre 15% e 30%	Médio	Média Dispersão
Maior do que 30%	Alto	Alta Dispersão — Heterogênea

Fonte: Datalyzer Spectrum (2016, p.2) - Elaboração Própria

4 RESULTADOS

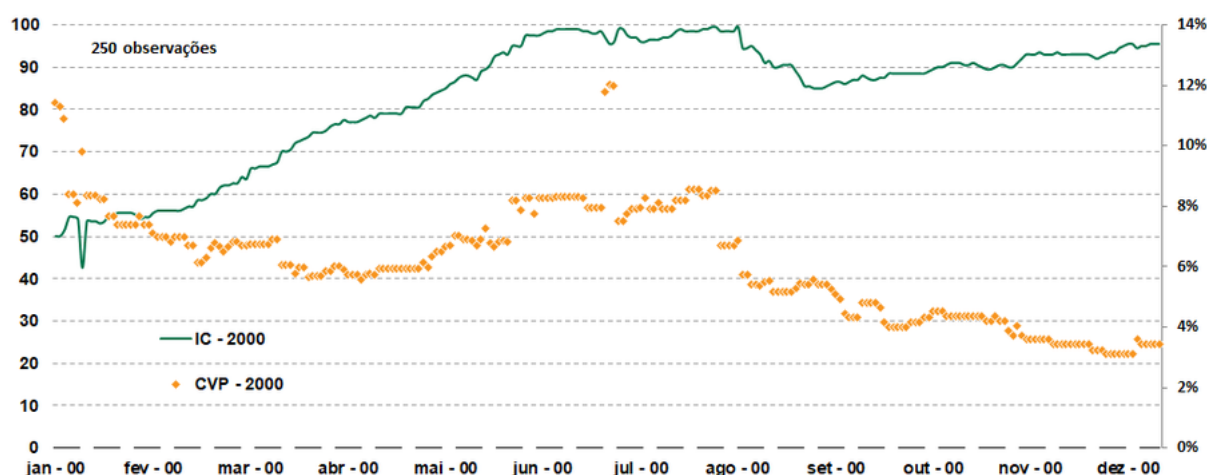
4.1 Governo FHC⁵⁰ — 2000 a 2002

4.1.1 Ano 2000

O crescimento do PIB (gráfico 22) em 1999 confirmou o bom desempenho da economia face aos choques ocorridos no período. Além do choque cambial (gráfico 34 e 35), houveram outros choques adversos relevantes, como o do petróleo (gráfico 38), e o do aumento dos preços administrados⁵¹ (gráfico 32 e 33). Mesmo diante deste cenário, a inflação medida pelo IPCA ficou dentro da meta estabelecida. Ou seja, apesar dos choques negativos de oferta, a inflação, situou-se em 8,9% no ano de 1999.

Fortemente influenciado por esse desempenho, o IC obteve valores elevados no início de 2000. Ou seja, significa que o BCB acumulou reputação mesmo que tenha cumprido as regras estabelecidas por um período curto de tempo. No primeiro dia útil deste ano, o IC era de 50 pontos, como pode ser visto no gráfico 1. Sua trajetória ascendente vai de abril até o fim do ano com valores superiores a 80 pontos. O resultado do IPCA divulgado mensalmente era conciliável com a meta estabelecida para o ano; isto corroborava a crença inicial elevando o IC. Nesse ponto podemos assumir que o *policymaker* possui reputação e credibilidade em entregar um resultado compatível com o estabelecido.

Figura 1 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2000



Fonte: Banco Central do Brasil (2017c) - Elaboração Própria

Somado a esses fatores, diversos aspectos macroeconômicos positivos e ne-

⁵⁰ Fernando Henrique Cardoso.

⁵¹ Privatizações deram maior flexibilidade as políticas de preços.

gativos podem justificar o desempenho tanto do IC quanto do CVP. Segundo Copom (2000a) choques de oferta como: (i) aumento do preço do petróleo; (ii) expansão da oferta de crédito; e (iii) grau de incerteza relacionado ao aumento esperado dos preços administrados no 2.º e 3.º trimestres; tiveram impacto balanceado pela: (i) recuperação da atividade econômica (demonstrando capacidade ociosa⁵² na economia); (ii) recuperação do saldo da Balança Comercial; e (iii) tranquilidade no financiamento do balanço de pagamentos. Todas essas variáveis, aqui comentadas, podem ser conferidas nos anexos do trabalho. Dessa forma, ao antecipar certos choques o BCB toma posição “contrária ao vento”, destacando que:

“O mecanismo principal de transmissão da política monetária para a inflação opera pelo canal da demanda agregada. Há uma defasagem estimada em seis a nove meses entre o momento de alteração na taxa de juros e o do impacto sobre o nível de preços. Com isso em mente, deve-se entender que a atual política monetária produzirá efeitos sobre a inflação que apenas materializar-se-ão perceptivelmente a partir do último trimestre de 2000” (COPOM, 2000a, p. 9).

Além disso, “a política fiscal contribuiu decisivamente para o cumprimento das metas de inflação e [...] deverá continuar sendo um dos pilares da estabilidade econômica” (COPOM, 2000a, p. 8).

De acordo com Copom (2000b) e Copom (2000c) os choques negativos de oferta comentados anteriormente foram benignos e demonstraram efeito transitório no 2.º trimestre. Porém, no 3.º trimestre a variação da inflação foi acima do esperado — devido ao reajuste dos preços administrados, mais especificamente o preço dos alimentos — e, também, a quebra da safra de cana tornando seus derivados mais caros. No cenário externo temos a OPEP controlando o preço do petróleo em um patamar acima do esperado. Tais efeitos podem ser visualizados na pequena redução do IC no mês de agosto que perdurou até o fim ano. O contraste a estes fatores continuaram sendo um bom desempenho fiscal aliado a uma política monetária de cautela nas definições da taxa Selic, mitigando os efeitos inflacionários dos choques.

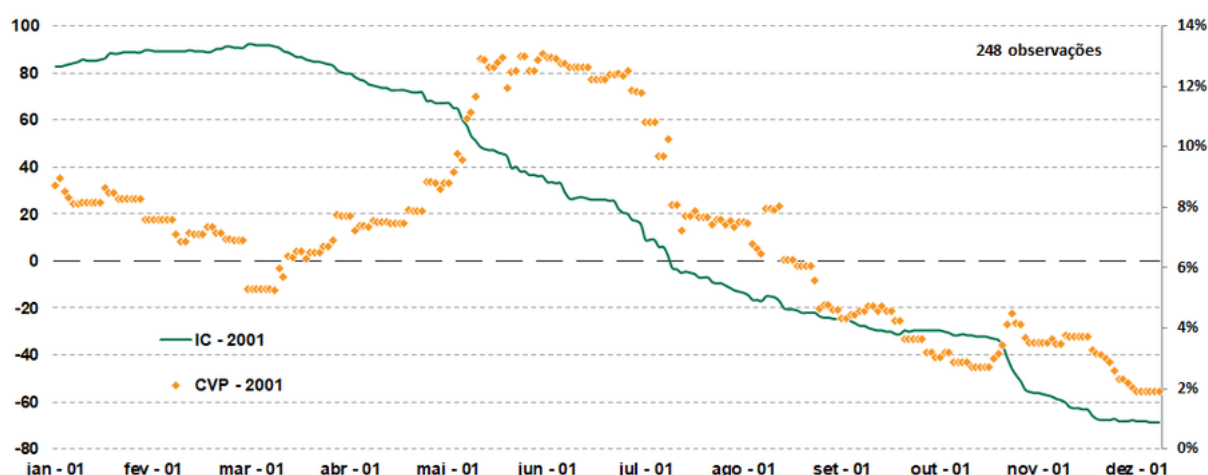
Pode-se destacar também, que, segundo Copom (2000d) o intervalo de tolerância da meta inflacionária existe justamente para administrar choques não antecipados, e uma vez que estes se mostram temporários dissipam-se com rapidez e alteram pouco as expectativas. Sugerindo que, no período, havia cada vez menos inércia na formação dos preços.

⁵² Notadamente a recuperação na atividade econômica vem acompanhada de um aumento na demanda agregada, devido ao aumento dos níveis de emprego, renda e conseqüentemente consumo das famílias. Pressionando, assim, os preços dos bens e serviços. Porém, caso esse crescimento não venha acompanhado dessa pressão inflacionária pode-se destacar a existência de uma ociosidade nos níveis de produção e serviços.

Em relação ao coeficiente de Pearson pode concluir que um menor grau ao final de cada ano é evidente. Pois, “nos meses de outubro ou novembro, por exemplo, a previsão de variação do IPCA para o ano já conta com resultados efetivos de dez ou onze meses; assim, as expectativas tendem a convergir” (SICSÚ, 2002, p. 709). O tempo existente entre a previsão e o resultado efetivo pode explicar, em grande medida, o grau de dispersão das expectativas: quanto menor o espaço de tempo, menor será a dispersão. Isto é um argumento útil para explicar a trajetória declinante do CVP ao longo do ano de 2000. Tendo como maior e menor valor, respectivamente, 12,01% e 3,09%. Portanto, pode-se concluir que ao longo do ano a dispersão das expectativas foram homogêneas.

4.1.2 Ano 2001

Figura 2 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2001



Fonte: Banco Central do Brasil (2017c) - Elaboração Própria

Mais uma vez, cumprindo com a meta de inflação do ano anterior⁵³ — próxima do centro — a Autoridade Monetária acumulou reputação, o que gera credibilidade nas metas estabelecidas para o futuro; fazendo, então, o IC no início do ano apresentar valores elevados. Até o fim de abril, obteve valores superiores a 70 pontos, como pode ser visto no gráfico 2. Segundo Copom (2001a) e Copom (2001b) o 1.º trimestre “colheu” esses frutos de forma constante, como pode ser visto nos agregados macroeconômicos. São alguns dos fatores que mantinham as expectativas próximas ao centro da meta com IC chegando a alcançar 92 pontos no início de março: (i) crescimento do PIB; (ii) ampliação do consumo; (iii) expansão do investimento; (iv) estimativa de capacidade ociosa da indústria; e (v) não evidência de um aumento dos custos em decorrência de desequilíbrio estrutural na economia.

⁵³ A Tabela 1 servirá como guia de consulta, permitindo comentar ano a ano sobre o centro da meta, os limites e a inflação efetiva para que não precisemos repetir tais dados — sem que haja necessidade — ao longo do texto.

Entretanto, alguns elementos contribuíram para que a credibilidade nas metas inflacionárias reduzisse de forma acentuada de abril em diante. Segundo Copom (2001c) e Copom (2001d) o fim do 1.º semestre e o 2.º semestre inteiro vieram acompanhados com diversas turbulências. Focos de pressão inflacionária já esperados como: aumento de preços administrados no 3.º trimestre (tal qual ocorreu em 1999 e 2000); aumento do preço do petróleo e transferência aos seus derivados; e repasse da variação cambial. Tudo isso acompanhados de choques não previstos como: (i) IPCA mensal apresentando comportamento acima das expectativas; (ii) crise política na Argentina; (iii) desaceleração da economia Americana; (iv) e racionamento de energia.

Dado que a inflação efetiva situou-se em 7,67% em um cenário que o limite superior da meta era de 6%, em julho o IC demonstrava que o mercado não acreditava que o BCB cumpriria com a meta. Os choques podem ter sido subestimados pela Autoridade Monetária. Mesmo com aumentos graduais das metas para taxa Selic (janeiro: 15,25% a.a. — dezembro: 19% a.a.), ajuste fiscal permitindo trajetória de queda da relação dívida/PIB assim como constantes *superavit* primários, investimentos em patamar elevado aumentando, assim, a capacidade produtiva no futuro, não foram suficientes para conter o peso da pressão exercida pelos preços administrados na inflação, além, claro, das perspectivas de desaceleração da economia mundial após os atentados de 11 de setembro.

Em relação ao CVP, podemos destacar uma elevada curvatura nos meses de maio, junho e julho. Ou seja, as expectativas divergiram bastante como pode ser observado no gráfico 2, a trajetória do CVP torna-se crescente exatamente no momento em que o IC adota uma trajetória decrescente. Segundo Sicsú (2002, p. 710) :

“possivelmente as expectativas se tornaram heterogêneas porque dois fatores atuavam em sentidos opostos. Por um lado, os eventos (desvalorização cambial, crise energética, etc.) indicavam que as metas poderiam não ser alcançadas, o que contribuía para reduzir o IC e, por outro lado, a reputação conquistada pelo BCB indicava ao mercado que, até aquele momento, o BCB tinha sido capaz de alcançar seus objetivos e inclusive de enfrentar situações adversas com relativo sucesso, como o choque cambial do início do ano de 1999. Mas, tão logo o mercado percebeu que o BCB não seria capaz de reverter a trajetória da inflação, as expectativas tornaram-se novamente convergentes”.

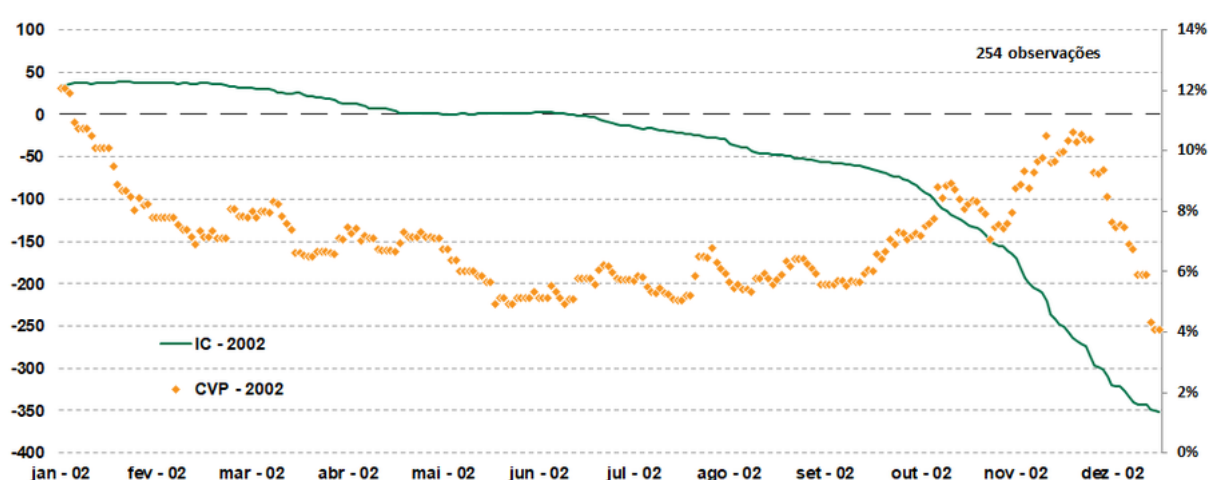
O CVP teve como maior e menor valor, respectivamente 13,07% e 1,90%. Portanto, pode-se concluir que, de acordo com os critérios utilizados neste trabalho, ao longo do ano a dispersão das expectativas foram homogêneas.

4.1.3 Ano 2002

Embora a meta em 2001 não tenha sido alcançada, o IC perante o mercado ainda foi positivo no início do ano de 2002, porém, tendendo a zero (como pode ser visto no gráfico 3), o que indicava crença em cumprimento da meta; todavia, o mercado acreditava que a variação do IPCA no ano estaria próxima do limite superior da meta. Esse início de ano foi bastante interessante para já estabelecermos uma relação entre reputação acumulada e credibilidade nas metas para o futuro.

A reputação adquirida em 1999 e 2000 não foi completamente anulada pelo episódio negativo. “O mercado possivelmente entendeu que o não cumprimento das metas estabelecidas se deveu a choques externos e internos cujos efeitos não poderiam ter sido completamente antecipados pelo BCB” (SICSÚ, 2002, p. 710). Embora possa se destacar que houve perda considerável de reputação devido ao episódio em 2001, gerando, então, baixa credibilidade na meta para o ano de 2002. Como pode ser observado, no início do ano anterior (gráfico 2) o IC era superior a 80 pontos, enquanto no início deste ano o IC foi inferior a 40 pontos.

Figura 3 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2002



Fonte: Banco Central do Brasil (2017c) - Elaboração Própria

Mais uma vez, assim como em 2001, podemos perceber que no 1.º trimestre há uma certa estabilidade em relação o cumprimento da meta — identificado pelo IC. Provavelmente fatores destacados por Copom (2002a) como: ritmo de crescimento constante, investimento crescente, aumento do consumo, melhora das expectativas e redução dos juros; somado a balança comercial superavitária e o fim do racionamento de energia elétrica tenham dado a impressão de que os efeitos da inércia de 2001 tendessem ao esgotamento. Porém, não foi bem o que ocorreu e a partir de abril já há tendência decrescente do IC culminando em julho na pontuação zero, ou seja, daí em diante os agentes do mercado apostavam que o BCB não teria capacidade de cumprir

com a meta inflacionária.

Como pode ser visto no gráfico 33 há uma certa sazonalidade dos preços administrados nos terceiros trimestre dos anos de 1999, 2000, 2001 e 2002. Em especial, neste último tendo picos em abril, julho e novembro. Segundo Copom (2002b) a inflação acumulada de janeiro a junho foi de 2,94%, ou seja, toda a pressão inflacionária que fez o IPCA culminar em 12,53% em 2002 ocorreu no 2.º semestre deste ano.

Também, de acordo com Copom (2002b), Copom (2002c) e Copom (2002d) apesar de executar a política monetária de forma coerente como se observa o aumento da taxa básica de juros (janeiro: 19% a.a. — dezembro: 25% a.a.), ocorrendo desde 2001, para conter demanda agregada e mitigar, indiretamente, o repasse cambial sobre os preços; não foi suficiente para manter a inflação efetiva dentro dos limites estabelecidos pela meta. A aproximação das eleições e a deterioração da conjuntura internacional refletiram-se em nervosismo no mercado cambial. Fazendo a paridade real/dólar passar de R\$ 1,90 em janeiro de 2001 e chegar a R\$ 3,63 em dezembro de 2002. Portanto, essa combinação de choque dos preços administrados, depreciação da moeda interna e cenário político eleitoral pode justificar como a inflação saltou quase 10% de julho a dezembro.

Percebe-se, então, que no início de 2000 e 2001 houve um elevado grau de confiança de que a Autoridade Monetária seria capaz de atingir a meta, entretanto, essa confiança se deteriorou durante 2.º semestre desses anos, obtendo somente valores negativos. Conclui-se, nesse curto período, que a capacidade de o BCB em influenciar as expectativas no início de cada ano depende dos resultados obtidos nos períodos anteriores. Ou seja, a distância entre a inflação efetiva e a meta de inflação ao final de cada período pode explicar o valor do IC no início de cada ano.

Um ponto a se destacar acerca da trajetória do índice de credibilidade das metas de inflação no período de janeiro de 2000 a dezembro de 2002 (que são apresentadas nos gráficos 1, 2 e 3) é altamente importante e não tão explícito. “A confiança dos agentes econômicos no cumprimento das metas nos primeiros meses de cada ano é fortemente influenciada pela própria meta de inflação estabelecida para o BCB” (SICSÚ, 2002, p. 707). Houve neste período uma forte crença, no início de cada ano, de que o BCB seria capaz de alcançar a meta estabelecida.

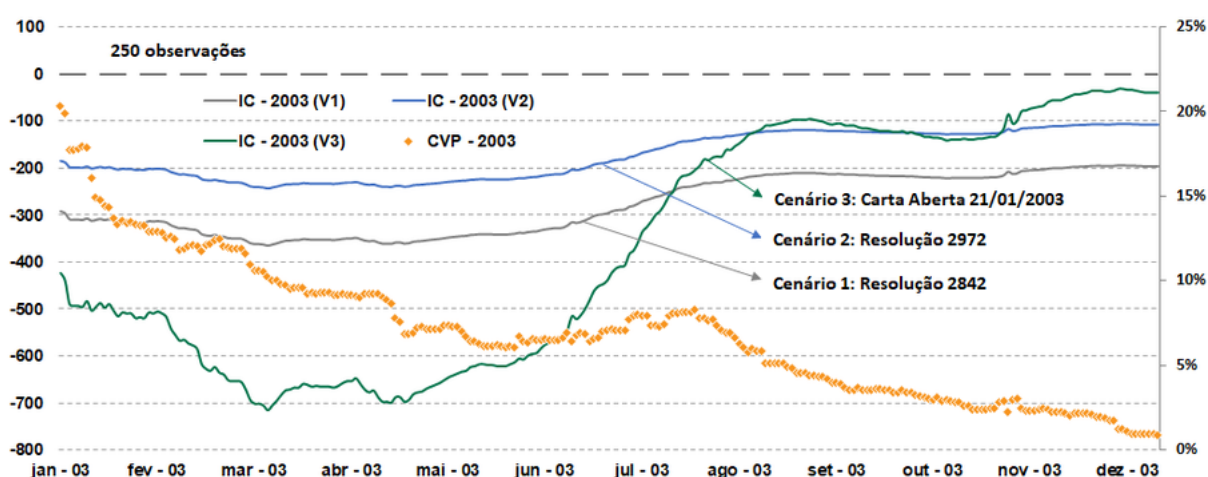
O CVP teve como maior e menor valor, respectivamente 12,06% e 4,07%. Portanto, pode-se concluir que ao longo do ano a dispersão das expectativas foram homogêneas. Durante o período (2000 a 2002) analisado não se observou inconsistência temporal e o desempenho do IT pode ser visualizado pela Tabela 1: sucesso nos anos de 1999 e 2000; insucesso nos anos de 2001 e 2002.

4.2 Governo Lula — 2003 a 2006

4.2.1 Ano 2003

Tanto utilizando a tabela 1 como referência quanto o gráfico 4 (IC plotado de acordo com três cenários) facilmente podemos destacar a inconsistência temporal ocorrida. O motivo pelo qual se define a meta inflacionária e sua banda com dois anos de antecedência é para ancorar as expectativas dos agentes e formadores de preço, além de ajustar todo o escopo da política monetária dada a meta. Porém, vemos aqui que ao invés de alinhar a execução da política permitindo atingir a meta, a Autoridade Monetária optou por revisar, duas vezes (resolução 2972 e carta aberta 177), o que inicialmente foi proposto (resolução 2842). Tal decisão torna os formuladores incoerentes, comprometendo assim toda a reputação adquirida nos últimos anos assim como a credibilidade em alcançar a atual meta, pois, não haveria o porquê de agentes, empresas e famílias confiarem nos anúncios sobre política monetária.

Figura 4 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2003



De acordo com as trajetórias dos Índices de Credibilidade vemos que mesmo após revisada, o cenário 3 é o pior no início do ano e em todo o 1.º semestre. Vindo a ter melhor pontuação — próxima a zero — apenas nos dois últimos meses do ano quando as expectativas convergiam para o valor efetivo do IPCA. Esse baixíssimo IC demonstra que diante do cenário proposto a diferença entre expectativa do IPCA e centro da meta encontra-se em um alto patamar. Somado a essa profusão de credibilidade causado pelo Governo anterior, tinha-se uma nova equipe econômica que gerava incertezas quanto a manutenção das regras de Políticas Fiscais e Monetárias tão importantes para ancoragem das expectativas, contenção da propagação da inércia inflacionária, etc.

Além desses aspectos, o cenário das variáveis macroeconômicas não ajudaram o IC ao longo do ano. Segundo Copom (2003a) a variação negativa tanto do consumo

das famílias (perda de poder aquisitivo relacionado ao cenário inflacionário de 2002) quanto do investimento (elevação da taxa de juros, incertezas e guerra no oriente médio) alinhados a uma desaceleração da atividade econômica geraram um contexto de deterioração da confiança tanto de empresas (projetos de investimentos adiados) quanto das famílias (consumo adiado).

Nem mesmo os anúncios do novo governo em se comprometer com a disciplina fiscal (metas de *superavit*), saldo favorável da balança comercial, *deficit* em transação corrente financiado por investimento estrangeiro direto e pressão sobre o câmbio cedendo, foram suficientes para modificar a trajetória do IC no início do ano tendo até mesmo uma maior queda entre março e abril. Mesmo que no Relatório de Inflação de junho — Copom (2003b) — o Copom já tenha previsto o não cumprimento da meta ajustada alguns fatores vieram a contribuir para reversão da trajetória do IC a partir do 2.º semestre chegando a quase zero pontos (cumprimento da meta próxima ao limite superior) ao fim do ano. São eles: (i) arrefecimento da inflação com trajetória declinante; (ii) recuperação das expectativas; (iii) avanço de reformas — tributária e previdenciária —, etc. Não à toa a inflação acumulada no 1.º semestre foi de 6,64% enquanto a do 2.º semestre foi de 2,49%.

De acordo com Copom (2003c) e Copom (2003d) a austeridade nas Políticas Monetárias e Fiscais mostrou-se eficaz no controle da inflação, dissipando a persistência inflacionária, ou seja, reduzindo a inércia da dinâmica de inflação, além do que a estabilidade do câmbio e convergência das expectativas no 2.º semestre (demonstrado pelo CVP) sugeriam o esgotamento do ciclo de ajustes de preços relativos e reajustes de preços para recompor margens de lucro. Também destacam que recrudescimento inflacionário e as incertezas inerentes ao processo eleitoral constituíram-se em fatores determinantes do desempenho da economia, no 1.º semestre, em patamar inferior ao esperado inicialmente.

Por fim observou-se que o último trimestre do ano houve uma flexibilização da Política Monetária traduzida pela redução da taxa Selic (gráfico 37) com objetivo de retomar a atividade econômica. O CVP teve como maior e menor valor, respectivamente 20,32% e 0,87%. Portanto, pode-se concluir que de acordo com a trajetória apresentada pelo gráfico 4, no início do ano a dispersão das expectativas foram heterogêneas, passando para homogêneas ao longo do ano.

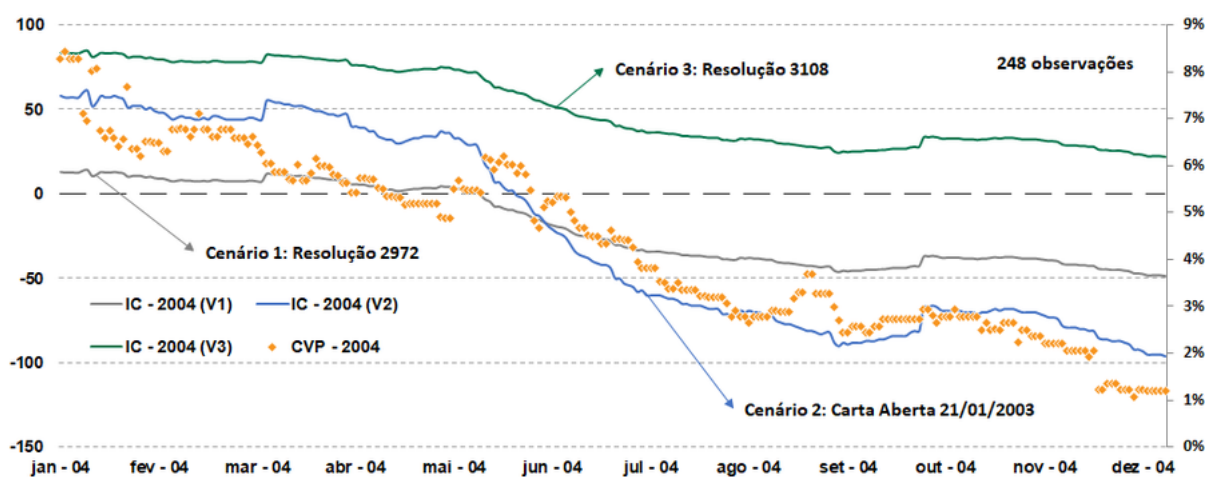
4.2.2 Ano 2004

Assim como em 2003 podemos notar que, de acordo com o gráfico 5, 2004 teve presença de inconsistência temporal. A trajetória do IC no cenário 1 (resolução 2972) demonstra uma situação plausível com o ocorrido no passado recente; início de ano Autoridade Monetária com baixíssima reputação acumulada e baixa credibilidade para

cumprimento da meta, devido à série de quebras de confiança. O cenário 2 (carta aberta 177) aumenta em quase dois pontos percentuais o centro da meta elevando consideravelmente o IC no início do ano que chegou a 61 pontos. Enquanto o cenário 3 não só mantém o centro da meta, relativamente, acima do proposto no início como consegue acomodar as expectativas impondo a maior banda (limite superior e inferior), em relação ao centro da meta, já vista desde o início do Regime de Metas de Inflação, sendo possível, então, que inicialmente o IC atinja aproximadamente 80 pontos.

Mais uma vez as revisões da meta inflacionária distorcem a análise do binômio reputação-credibilidade dada pelo IC aqui mensurado, pondo em questão a capacidade do BCB quanto Instituição de honrar com regras estabelecidas, pois, este opta por acomodar as expectativas ao alterar a meta, invés de modificar a Política Monetária para cumprir com as regras. Há de se atentar que a data da modificação (25/06/2003) da resolução 3108 ocorre com antecedência, dado que o período de coleta das projeções ocorre entre o primeiro e último dia útil do ano para qual se está fazendo projeção. Ou seja, no momento que os participantes do sistema o alimentam com suas projeções já era de conhecimento geral a informação da meta revisada. Diferentemente do ocorrido em 2003 que a alteração proposta (carta 177) aconteceu quando a medição das expectativas já estavam ocorrendo. Tomaremos o cenário 3 como base de avaliação da trajetória do IC.

Figura 5 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2004



Fonte: Banco Central do Brasil (2017c) - Elaboração Própria

Segundo Copom (2004a) a inflação do 1.º trimestre não obedeceu mecanismos de propagação regulares, ou seja, política monetária — mesmo flexibilizada ao fim de 2003 para impulsionar crescimento — foi capaz de ancorar tanto expectativas, quanto comportamento dos formadores de preços. Até o início de junho o IC manteve-se constante com pontuação média de, aproximadamente, 77. Portanto, de acordo com Copom (2004b) o impulso dado pelo crédito com redução recente da taxa Selic,

o crescimento da massa salarial e evolução favorável dos fundamentos econômicos (resultado positivo de contas públicas e comércio exterior, recuperação das expectativas, etc) estiveram em equilíbrio com algumas pressões temporárias sobre preços como: reajuste de preços administrados (telefonia e energia elétrica), sazonalidade adversa de alguns produtos *in natura*, aumento da volatilidade do ambiente externo (preço do petróleo, desaceleração da economia chinesa, etc).

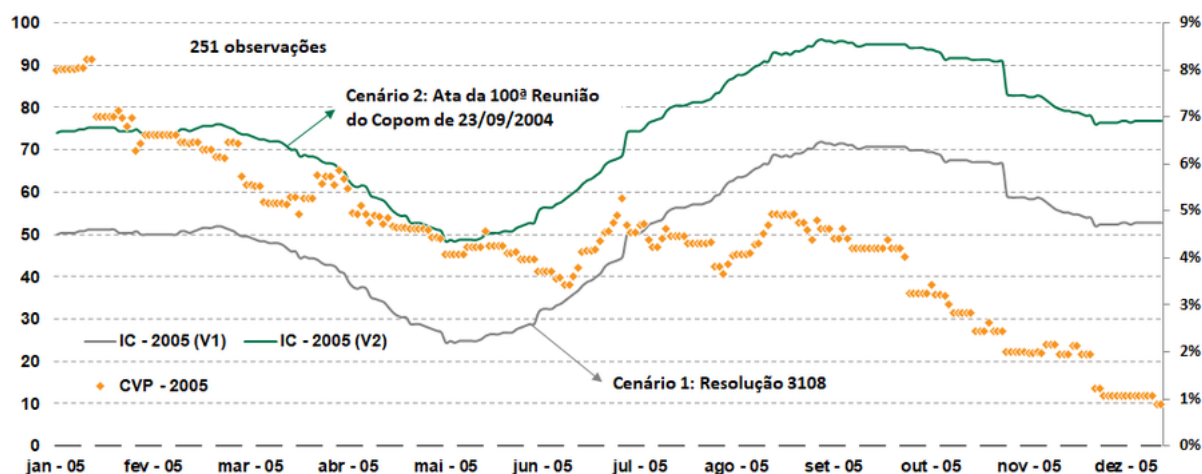
A trajetória de queda do IC a partir do 2.º semestre dá-se pelo recrudescimento dos fatores mencionados anteriormente. Copom (2004c) e Copom (2004d) reforçam que redução da ociosidade produtiva, pressão de preços administrados ocasionados por choques climáticos e sazonalidades, pressão exercida sobre os derivados de petróleo diante da instabilidade do cenário externo foram suficientes para alinhar expectativas próximas ao limite superior da meta (IC tendendo a zero); mesmo que estes aspectos estivessem acompanhados de responsabilidade fiscal, sustentabilidade da dívida pública, câmbio real mantido pelas forças de mercado, etc.

Por fim destaca-se que o CVP teve tendência linear decrescente ao longo do ano tendo como maior e menos, respectivamente 8,43% e 1,08%. Ou seja, pode-se concluir que a dispersão das expectativas foram homogêneas ao longo do ano.

4.2.3 Ano 2005

O ano de 2005 não foi muito diferente dos dois anos que o antecederam. Aqui, mais uma vez, podemos notar o fenômeno da inconsistência temporal com cenário semelhante a 2004 onde a revisão da meta ocorreu com antecedência. De acordo com o gráfico 6 o cenário inicial seria o IC com aproximadamente 50 pontos, demonstrando que o BCB tinha sua reputação restaurada, devido o cumprimento recente da meta mesmo que em cenário de inconsistência do anúncio. Ambos cenários possuem trajetória de credibilidade semelhante, pois, a modificação ocorrida na revisão da meta foi no centro dela, ou seja, dada a variação do IPCA — no ano — de 5,69% e as expectativas variando em torno dos limites da meta, temos no cenário 2 estas expectativas mais próximas de 5,1% do que de 4,5%. Mais uma vez, podemos notar que o comportamento do índice no início do ano depende bastante se houve ou não cumprimento da meta no ano anterior. Portanto, podemos, de forma preliminar, inferir que a reputação acumulada através do cumprimento da meta tem ótima correlação com o IC no início de cada ano.

Figura 6 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2005



Fonte: Banco Central do Brasil (2017c) - Elaboração Própria

Alguns fenômenos ao longo do ano foram capazes de fazer o IC declinar (março a junho) e ascender (julho a setembro). Segundo Copom (2005a) pressões associadas a choque de oferta (aumento dos preços de produtos *in natura* e de insumos importantes da cadeia produtiva) e mecanismos informais de indexação de preços (preços administrados e mensalidades do setor de educação) que tomam como base a inflação do ano anterior foram fortemente balanceadas por solidez dos fundamentos macroeconômicos. Dentre estes podemos destacar: (i) crescimento ininterrupto do PIB (condizente com condições de oferta de modo a não resultar em pressão significativa sobre a inflação); (ii) recuperação da FBKF e da taxa de investimento; (iii) crescimento do consumo das famílias; e (iv) esforço fiscal na redução da relação dívida/PIB com perceptível melhora na percepção do risco país.

A leve queda do IC iniciada em março, de acordo com Copom (2005b) e Copom (2005c) teve como principais motivos o pico de aumento do preço do petróleo, reajustes sazonais em itens monitorados e impulso da demanda interna ocasionado pela expansão do crédito, levando a crença do mercado que a variação da taxa de inflação estaria mais próxima do limite (superior) da meta. No cenário externo temos a manutenção de elevado *superavit* comercial, redução do estoque de endividamento externo, aumento dos fluxos de IED e manutenção das reservas como fontes que fortaleciam a economia contra pressões advindas da economia mundial.

O Copom (2005d) destaca que a política monetária executando um ciclo de aumento da taxa de juros iniciada em 2004 foi crucial para desenvolver um cenário onde as expectativas de inflação convergiam para a meta, permitindo outra flexibilização (redução) no 3.º trimestre de 2005 da taxa Selic com objetivo de impulsionar a economia, demonstrar reduzida percepção de risco macroeconômico e abrir caminho para taxas de juros reais menores. Temos, também, o prêmio risco-Brasil atingindo mínima histórica

em dezembro e uma leve redução do IC, em novembro, devido reajuste dos derivados de petróleo.

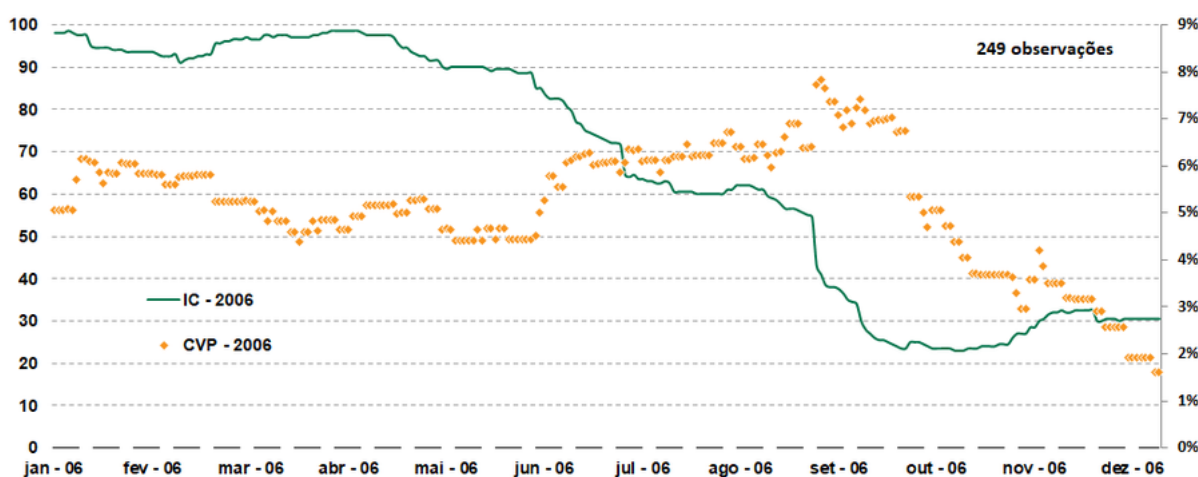
Por fim destaca-se que o CVP teve tendência linear decrescente ao longo do ano tendo como maior e menor valor, respectivamente 8,22% e 0,88%. Ou seja, pode-se concluir que a dispersão das expectativas foram homogêneas ao longo do ano.

4.2.4 Ano 2006

Diferente dos três últimos anos, onde pôde-se verificar a presença de inconsistência temporal, 2006 inaugura uma sistemática mais previsível quanto a determinação da meta de IPCA e de seu intervalo de tolerância, ou seja, deste ano em diante (pelo menos até 2014 — último ano que esse trabalho abrange) temos 4,5% como centro da meta de inflação e 2% como intervalo de tolerância, ou banda.

Através do gráfico 7 podemos destacar que, diferente dos anos anteriores, as circunstâncias em que o IC apresentou trajetória linear declinante ao longo do ano, o limite pelo qual ele estava se aproximando era o superior. A metodologia do trabalho já acolhe o cenário de quando o índice tem valor reduzido em função de um afastamento para baixo das expectativas em relação ao centro da meta. Porém, iremos abordar se há uma possível perda de credibilidade por parte dos agentes — por exemplo, em função de um arrefecimento abrupto no nível de atividade econômica indicando um cenário de tendência deflacionária — ou se o centro da meta é tão crível que o nível de estabilidade monetária permite alcançar resultados menores ainda.

Figura 7 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2006



Fonte: Banco Central do Brasil (2017c) - Elaboração Própria

Considerando que o ano de 2005 teve o menor índice de IPCA desde 1999 — 5,69% — o BCB inicia o ano com uma alta reputação no cumprimento da meta estabelecida. O IC variou de 90 a 98 pontos entre os meses de janeiro e maio. E

só iniciou o movimento de queda quando em abril, a média diária das expectativas anuais de inflação começou a ser menor que o centro da meta de inflação. Movimento que perpetuou até dezembro chegando ao mínimo de 2,96%. Vale destacar que apenas no ano 2000 houveram observações — 32 em uma amostra de 250 — em que a expectativa foi menor que o centro da meta, porém, com uma magnitude considerada insignificante. Já em 2006 das 249 observações da amostra temos 182 apresentando esse fenômeno.

Segundo Copom (2006a) e Copom (2006b) alguns fatores foram determinantes para o nível de confiança ao longo do 1.º semestre estar tão alto (próximo ano centro da meta). Foram eles: (i) demanda interna — consumo e investimentos — propiciando dinamismo da atividade econômica; (ii) expansão do emprego e renda; (iii) política fiscal atingindo metas de superavit primário e reduzindo a relação dívida/PIB; e (iv) obtenção de superavit em transações correntes, tornando a economia mais resistente a choques externos. O único aspecto negativo a destacar é uma ligeira instabilidade — de curto prazo — dos mercados financeiros internacionais que refletiu no dólar norte-americano, fazendo os preços do petróleo e da gasolina permanecerem em patamares elevados e excessivamente voláteis.

Ao longo do 2.º semestre, o que pôde ser observado foi uma continuidade dos, já bons, resultados das principais variáveis macroeconômicas (contidas no anexo). Motivo pelo qual a confiança dos agentes no BCB ser capaz de entregar o resultado prometido ficou abaixo do ponto ótimo (centro). Para melhor elucidar, (COPOM, 2006c, p. 9) afirma que:

“A redução consistente da inflação, os vultosos e persistentes superávits comerciais, a geração de superávits primários adequados, a recomposição das reservas internacionais, a melhora do perfil da dívida pública interna e a recompra de títulos soberanos no mercado internacional têm tornado a economia brasileira mais resistente a choques [. . .]. Esse aumento da resistência a choques refletiu-se, sobretudo, na constatação de que a economia doméstica tem mantido sua trajetória de crescimento em meio ao longo processo de ajuste das taxas de juros nos Estados Unidos da América (EUA).

Esse período presidencial foi particularmente conturbado. Verificamos uma inconsistência temporal por parte do *policymaker* nos anos de 2003, 2004 e 2005. Fator que dificultou a análise, em especial, 2003, pois, a mudança ocorreu quase ao fim do 1.º mês, ou seja, as observações de janeiro eram feitas pelos agentes econômicos com base em uma informação que veio a ser modificado “ao longo do jogo”. Já nos outros anos a alteração no centro da meta e nos intervalos foi feito com antecedência, possibilitando a absorção/incorporação da nova variável nos modelos utilizados pelo mercado para prever a inflação do período.

Já na ótica da dinâmica do IC o que pôde ser notado foi muito semelhante ao

período presidencial anterior. O BCB tem forte influência na expectativa dos agentes no início de cada ano com base no cumprimento da meta do ano anterior — reputação — e da própria meta estabelecida para o ano — credibilidade — assim como seu intervalo de tolerância (quanto o centro da meta consegue absorver de choques/externalidades).

Em relação ao CVP, destaca-se tendência linear decrescente ao longo do ano tendo como maior e menor valor, respectivamente 7,83% e 1,61%. Ou seja, pode-se concluir que a dispersão das expectativas foram homogêneas. Como já mencionado de 2003 a 2005 nota-se a inconsistência temporal e o desempenho do IT pode ser visualizado pela Tabela 1: insucesso no ano de 2003 e sucesso nos anos de 2004, 2005 e 2006.

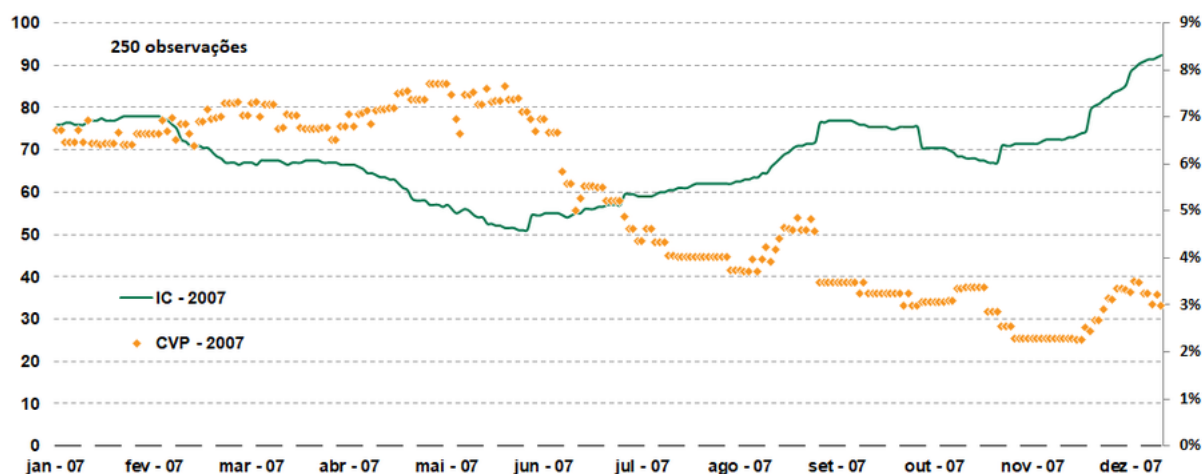
4.3 Governo Lula — 2007 a 2010

4.3.1 Ano 2007

Tal qual o ano anterior, 2007 também apresenta a situação em que as expectativas são menores que o centro da meta, porém, neste caso, são todas as 250 observações. A reputação acumulada pelo resultado anterior pode ser considerada grande, pois, as expectativas, entre janeiro e dezembro, tiveram como menor e maior valor, respectivamente 3,52% e 4,35%. Isso demonstra que a confiança dos agentes na Autoridade Monetária estava sólida.

Em relação à trajetória do IC observada no gráfico 8, destaca-se que em 2006 a inflação medida pelo IPCA recuou pelo quarto ano consecutivo e, pela primeira vez desde a implantação do regime de metas, ficou abaixo do valor central estabelecido. Fator que corrobora com a crença dos agentes econômicos no cumprimento da meta. Temos, então, o IC orbitando — no limite inferior — entre 51 e 92,5 pontos.

Figura 8 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2007



Fonte: Banco Central do Brasil (2017c) - Elaboração Própria

Segundo Copom (2007a) as principais variáveis macroeconômicas podem explicar o movimento no IC. Desfrutávamos desde 2004, no setor externo, melhorias das variáveis como: (i) saldo da balança comercial (gráfico 16); (ii) necessidade de financiamento externo (gráfico 18) sendo suprida constantemente com o ingresso de IED e superavit em transações correntes; (iii) redução da relação dívida externa/PIB (gráfico 21); e (iv) aumento das reservas internacionais líquidas. Outros fatores que, também, justificam bom desempenho da credibilidade, segundo Copom (2007b) são: (i) patamar reduzido do risco-Brasil; (ii) aumento da FBKF (gráfico 23); (iii) trajetória de redução da SELIC (gráficos 36 e 37); (iv) superavit primário dentro da meta (gráficos 39 e 40); e (v) apreciação cambial. É importante salientar que foi neste período que o Brasil teve elevações do *rating* atribuído por agências de risco.

Todas essas variáveis compõem um cenário de fundamentos macroeconômicos estáveis e fortalecidos, com capacidade de absorver choques. Dessa forma, mesmo após estopim de uma crise financeira internacional a Autoridade Monetária pode afirmar:

“[...] ainda que os níveis de liquidez nos mercados financeiros internacionais não retornem ao padrão vigente antes da crise no segmento *subprime* do mercado imobiliário norte-americano, a diferenciação dos bons fundamentos da economia brasileira, em relação aos de outras economias emergentes, deve continuar sustentando o ingresso de capitais externos” (COPOM, 2007c, p. 9 e 10).

Com base nesse cenário de crise financeira internacional constatado a partir do 3.º trimestre, o COPOM em Notas de reuniões dizia: “é importante destacar que, em momentos como o atual, a prudência na condução da política monetária adquire papel ainda mais importante, uma vez que a deterioração do balanço dos riscos inflacionários

reduz a margem de segurança da política monetária“ (COPOM, 2007d, p. 10). Nos próximos tópicos veremos o desenrolar dessa crise financeira: se teve impacto nos indicadores e quais foram; se a estabilidade macroeconômica permitiu absorver esses impactos ou o BCB precisou agir de forma contra cíclica, etc.

Em relação ao CVP, destaca-se tendência linear decrescente ao longo do ano tendo como maior e menor valor, respectivamente 7,71% e 2,26%. Ou seja, pode-se concluir que a dispersão das expectativas foram homogêneas.

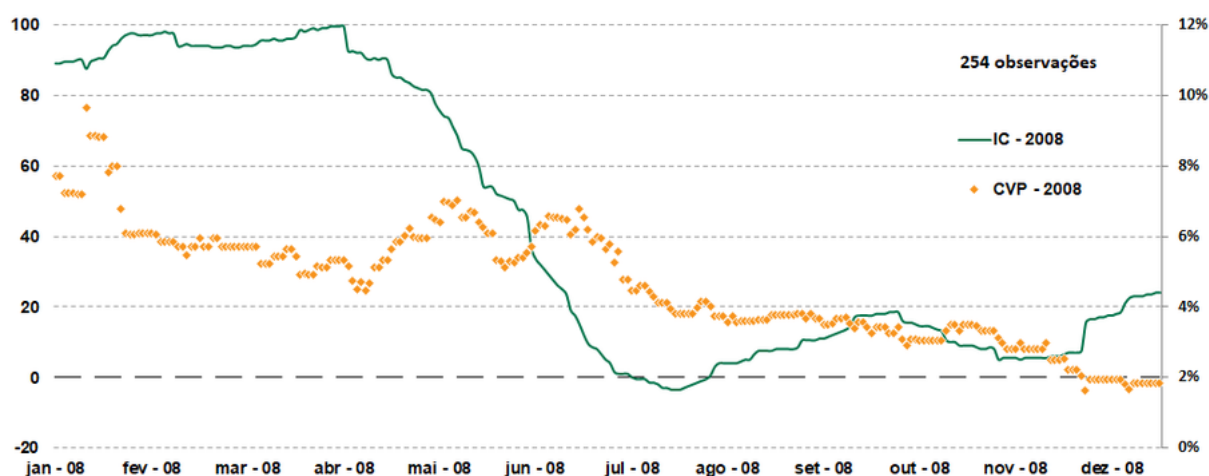
4.3.2 Ano 2008

Este ano, mais uma vez, válida uma suposição que este trabalho propõe. A expectativa no início de cada ano está fortemente ancorada ao resultado obtido no ano anterior. Ou seja, com base no resultado inflacionário positivo (Tabela 1) de 2007, temos de janeiro a abril uma forte confiança por parte dos agentes que o IPCA anual será próximo do centro da meta (pelo limite inferior). Durante este período, o IC, como visto no gráfico 9, variou de 83,50 a 99,50 pontos, embora de maio em diante tenha havido uma redução da credibilidade. Essa confiança nos primeiros meses do ano traduz-se em 65 observações, de 254, onde a expectativa era menor que o centro da meta.

De acordo com Copom (2008a) mesmo com algumas variáveis obtendo uma trajetória de ótimos resultados (balança comercial, FBKF, taxa de investimento e resultado primário) persiste um descompasso entre o ritmo de expansão da demanda interna e da oferta, validado pelo resultado do saldo em transações correntes, apresentando risco relevante para o panorama inflacionário. (COPOM, 2008a, p. 8) afirmava também que:

“ainda permanece elevado o grau de incerteza acerca dos desdobramentos da crise no mercado *subprime* sobre a confiança dos agentes, traduzido tanto em reduções adicionais na liquidez quanto em aumento na volatilidade dos preços de praticamente todos os ativos financeiros“

Figura 9 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2008



Fonte: Banco Central do Brasil (2017c) - Elaboração Própria

Através do relatório de inflação, em março, já se constatava a probabilidade de que 2008 haveria o primeiro deficit em transações correntes dos últimos cinco anos. Embora esse vislumbre de um cenário negativo por parte da economia global, a expressiva acumulação de reservas, dentre outros fatores, seguiu reduzindo a exposição do país a riscos associados a choques de origem externa.

No 2.º trimestre Copom (2008b) ratifica o cenário de incerteza predominante nos mercados internacionais ao destacar a possibilidade de impacto negativo nos fluxos de capitais, taxas de crescimento das exportações e do produto mundial. Ou seja, parte da perda de confiança dos agentes econômicos a partir de maio, deve-se a indefinição das perspectivas relativas a evolução da economia mundial e seu viés negativo. Em paralelo temos, também, segundo Copom (2008c) fatores estruturais como responsáveis pelo aumento no preço das commodities, devido a maior demanda por parte de grandes economias emergentes, gerando uma pressão inflacionária. Copom (2008d) destaca que esse desequilíbrio ocorrido ao longo do 2.º semestre terão seus impactos suavizados através dos efeitos defasados das ações de política fiscal e monetária.

Por fim, em relação ao CVP, destaca-se tendência linear decrescente ao longo do ano tendo como maior e menor valor, respectivamente 9,65% e 1,62%. Ou seja, pode-se concluir que a dispersão das expectativas foram homogêneas.

4.3.3 Ano 2009

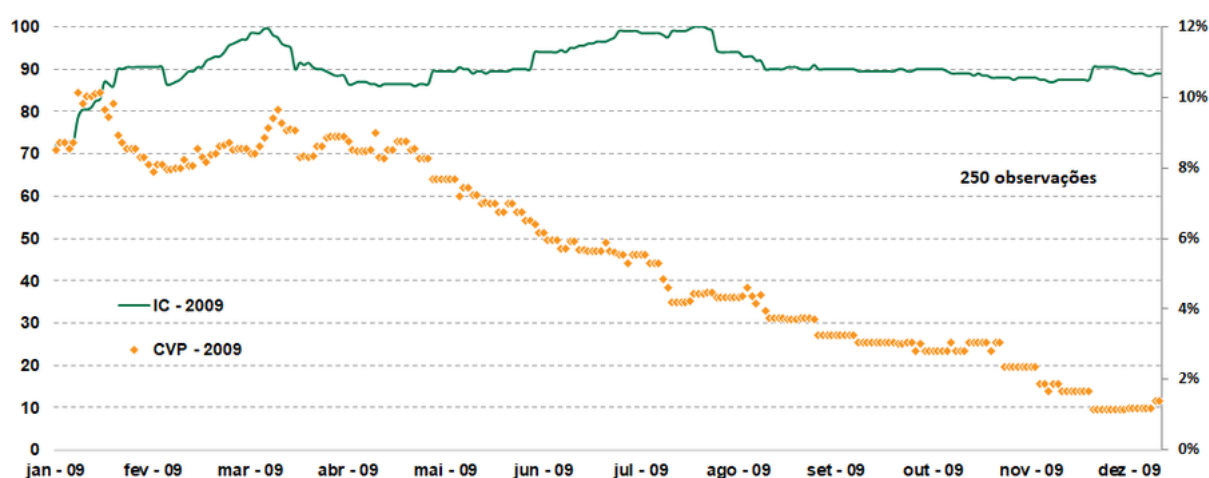
Se observamos o gráfico 10, o IC de credibilidade no início do ano (janeiro a março) refletiu um pouco da perda de confiança dos agentes. No ano anterior tivemos um IPCA anual de 5,9%, ou seja, o BCB quebrou a sistemática de inflação orbitando o

centro da meta pelo limite inferior, como ocorrido em 2006 e 2007.

Segundo Copom (2009a) parte dessa perda de confiança deve-se, também, ao impacto do agravamento da crise financeira internacional, sobre a demanda interna das principais economias emergentes, com repercussões sobre os fluxos do comércio internacional e níveis de emprego. Adicionando as incertezas da atividade econômica, registraram-se pressões inflacionárias através dos reajustes em tarifas de transporte público e aumento anual sazonal dos custos com educação. Em linhas gerais, ao longo de 2009, projetava-se uma persistência do cenário de arrefecimento econômico por parte da crise.

Porém, as expectativas tiveram seu curso “corrigido” em meados de abril, quando passaram a variar abaixo de 4,5% (centro da meta). De acordo com Copom (2009b) medidas anticíclicas adotadas pelo BCB se traduziram na melhora de alguns indicadores. Ações tomadas, ainda em 2007 (3º trimestre), com objetivo de conter choques tiveram efeitos traduziram-se em sinais de recuperação na economia, além de ciclo de desaceleração menos acentuado.

Figura 10 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2009



Fonte: Banco Central do Brasil (2017c) - Elaboração Própria

De acordo com o que pode ser visualizado nos gráficos contidos em anexo a este trabalho, os resultados das variáveis macroeconômicas, em geral, não foram as melhores. Seja no setor externo (balança comercial, STC e IED), seja na atividade econômica (crescimento do PIB e FBKF) ou seja nas contas públicas (resultado primário). Segundo Copom (2009c) e Copom (2009d) ao longo do 2.º semestre temos, a consolidação dos efeitos da flexibilização da política monetária e fiscal, ou seja, respectivamente, traduzidas em redução da taxa de juros para estimular o consumo e desonerações de curto prazo com objetivo de aquecer a demanda doméstica.

Entretanto, efeitos obtidos através de medidas de flexibilização podem atingir

resultados inadequados em médio e longo prazo, pois, são capazes de causar danos mais significativos do que os frutos positivos de curto prazo. Veremos melhor esta suposição quando analisarmos os próximos anos.

Pode-se, também, destacar que este ano de 2009 temos uma situação parecida com o ocorrido em 2006. No início do ano as observações estão todas acima do centro da meta, devido à perda de credibilidade com base no resultado do ano anterior. Porém, ao decorrer do ano as ações do BCB vão surtindo efeito, dessa forma as expectativas passam a variar pelo limite inferior da meta. Das 250 observações 182 encontra-se abaixo do centro da meta.

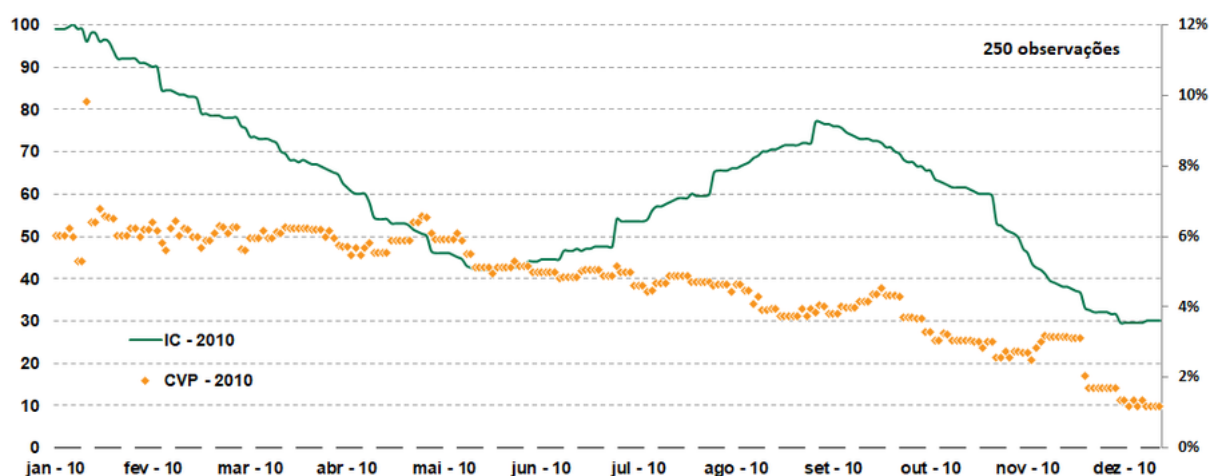
Por fim, em relação ao CVP, destaca-se tendência linear decrescente ao longo do ano tendo como maior e menor valor, respectivamente 10,14% e 1,16%. Ou seja, pode-se concluir que a dispersão das expectativas foram homogêneas.

4.3.4 Ano 2010

Observa-se que, de acordo com o IC constando no gráfico 11, em janeiro e fevereiro de 2010 havia uma forte crença na Autoridade Monetária. Pressupõe-se que o cumprimento da meta no ano anterior fez o BCB acumular reputação, lhe dando mais credibilidade em atingir a meta deste ano. Porém, apenas 4 de 250 observações ao longo do ano foram abaixo do centro da meta. Isso nos mostra que acumular reputação está longe de ser o único fundamento observado pelos agentes de mercado.

A queda do IC ao longo do 1.º semestre, atingindo 42 pontos no fim de junho, pode ser explicada por alguns fatores. No âmbito da atividade econômica e das contas públicas, pode-se, através dos anexos, observar uma ótima recuperação dada o cenário econômico internacional. Esta, culminada ao fim de 2007. Sendo assim, variáveis como: exportação e importação; NFE e IED; crescimento do PIB, FBKF, taxa de investimento e resultado primário obtiveram ótimos resultados em comparação a 2008 e 2009.

Figura 11 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2010



Fonte: Banco Central do Brasil (2017c) - Elaboração Própria

Segundo Copom (2010a) e Copom (2010b) a economia brasileira apresenta, em um ambiente de fortalecimento da demanda interna, um desequilíbrio entre oferta e demanda ocasionada pela disposição dos consumidores em comprometer parcela da renda. Aliado a isto temos pressões sazonais como: aumento dos preços dos alimentos *in natura*, custos associados à educação e tarifas de transportes públicos. Motivo pelo qual manteve as expectativas acima do centro da meta ao longo de praticamente todo o ano.

No 3.º trimestre houve leve melhora no IC com base no recuo da inflação (gráfico 33) ocorrida até aquele momento e no arrefecimento das causas sazonais. Também, segundo Copom (2010c) houve uma melhora nos índices de confiança (serviços e indústria). Por fim no 4.º trimestre, segundo Copom (2010d), a inflação foi afetada pela alta dos preços das *commodities* ocorrida no cenário internacional e a persistência do descompasso entre crescimento da absorção doméstica e a capacidade de expansão da oferta.

Esse período presidencial teve, assim como o último, uma particularidade. Verificamos de forma consistente e relevante um fenômeno em que as expectativas ficaram abaixo do centro da meta nos anos de 2007, 2008 e 2009. Algo assim só tinha acontecido muito brevemente em algumas observações no ano de 2000, em uma quantidade considerada irrelevante para a análise, assim como foi 2010.

Na perspectiva do desempenho do IC o que pôde ser verificado continua mantendo a sistemática dos outros períodos. Autoridade Monetária possui influência na expectativa dos agentes de mercado no início de cada ano com base no cumprimento da meta do ano anterior — reputação. Essa influência tem continuidade — credibilidade — ou não com base na execução de políticas que venham mitigar efeitos de choques ou simplesmente conduzir a situação fiscal e monetária de forma macroprudencial. Os

limites (inferiores e superiores) continuam sendo instrumentos de absorção de choques não previstos.

Em relação ao CVP, destaca-se tendência linear decrescente ao longo do ano tendo como maior e menor valor, respectivamente 9,83% e 1,18%. Ou seja, pode-se concluir que a dispersão das expectativas, em 2010, foram homogêneas, assim como em todos os outros anos desse período presidencial. O desempenho do IT pode ser visualizado pela Tabela 1: sucesso nos anos de 2007, 2008, 2009 e 2010.

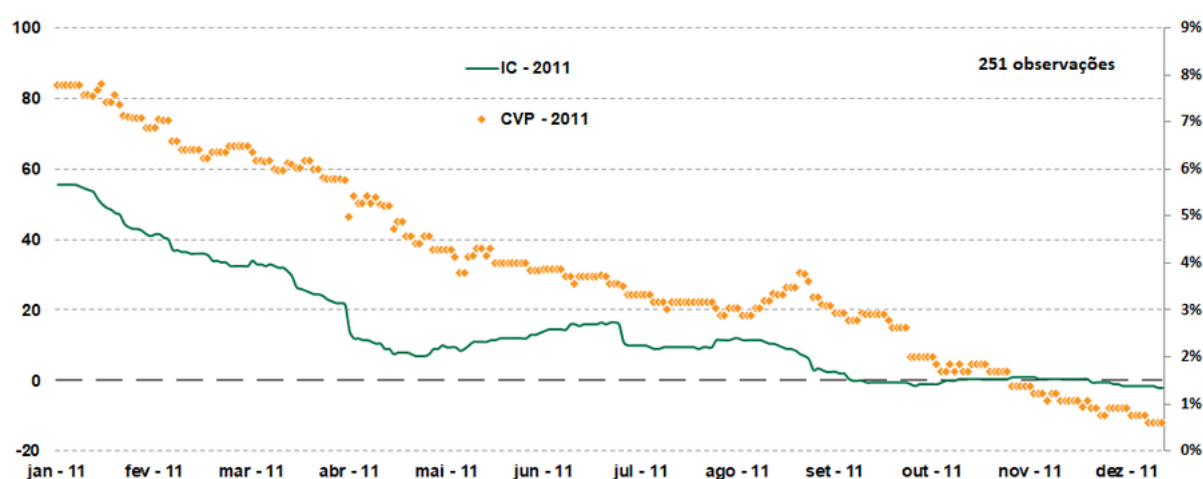
4.4 Governo Dilma — 2011 a 2014

4.4.1 Ano 2011

No ano de 2010 a inflação medida pelo IPCA foi de 5,91% (tabela 1). Percentual que se encontra bem próximo do limite superior (6,5%) permitido pelo sistema de metas inflacionárias. Tomando isto como nota, ao observar o gráfico 12 podemos constatar que o IC, em 2011, teve um início de ano mediano em comparação a outros anos posteriores ao cumprimento da meta.

Os impactos ocorridos no nível de preços em 2010, persistiram em 2011. Os ajustes sazonais internos em início de ano, como: aumento nos preços dos alimentos *in natura*, reajustes nas tarifas de transporte público e os custos com educação. Assim como o desequilíbrio entre o ritmo de expansão da oferta e da demanda doméstica. Apesar que este ajustou-se através da expansão do comércio exterior.

Figura 12 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2011



Fonte: Banco Central do Brasil (2017c) - Elaboração Própria

Segundo Copom (2011a) e Copom (2011b) as taxas de crescimento, no 1.º semestre, se ajustaram a níveis mais conciliáveis com o crescimento de longo prazo. A demanda interna sob a forma da confiança dos consumidores, do desempenho

do mercado de trabalho e da expansão do crédito, continuavam com os investimentos sendo o fundamento da expansão do nível de atividade. O deficit em transações correntes continuava sendo financiado, essencialmente, pelo ingresso de IED. Demonstração de que os fluxos internacionais apresentavam liquidez e, em grande medida, perspectiva de crescimento da economia brasileira.

Entretanto, precisamos destacar alguns fatores essenciais para compreender a descrença do mercado no cumprimento da meta de inflação pelo BCB. Parte dos bons resultados relacionado a atividade econômica como: o consumo das famílias; devia-se, em grande parte a expansão do crédito ocorrido durante toda a década. Como pode ser visto nos gráficos 27, 28, 29 e 30 em anexo. O endividamento das famílias tem um limite. Outro aspecto é a pressão inflacionária exercida pelo aumento nos preços das *commodities* ocorrida desde 2009, como pode ser observado no gráfico 38. Estes fatores, em tese, deviam ser mitigados pelos ajustes na taxa de juros SELIC. Porém, como observado no gráfico 36 a diferença entre a taxa de 2010 e 2011 é quase nula.

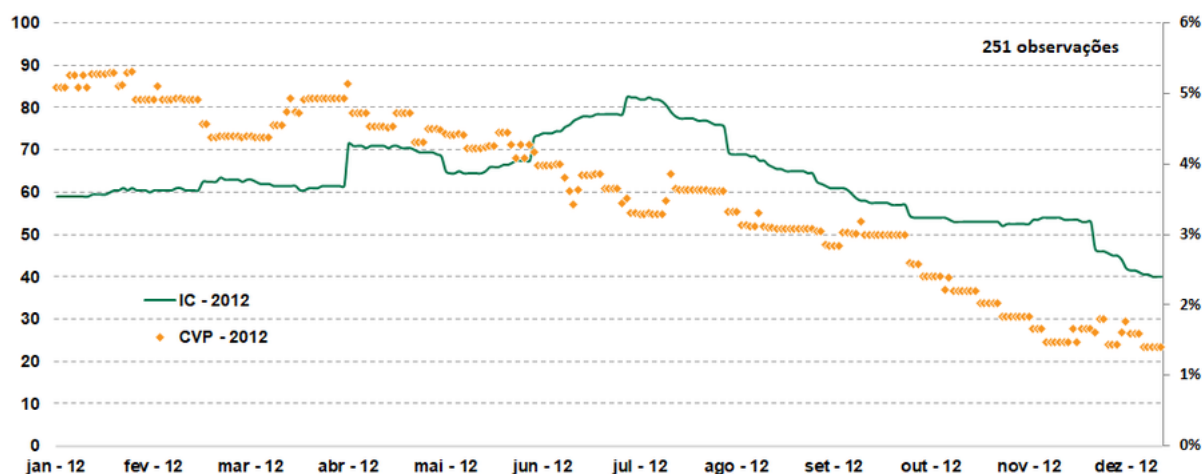
O IC começou o ano medindo, aproximadamente, 55 pontos e terminou medindo -2 pontos. A inflação medida pelo IPCA foi de 6,5%, alcançando o limite superior. Nenhuma das 251 observações foi inferior ao centro da meta. Por fim, em relação ao CVP, destaca-se tendência linear decrescente ao longo do ano tendo como maior e menor valor, respectivamente 7,82% e 0,61%. Ou seja, pode-se concluir que a dispersão das expectativas foram homogêneas.

4.4.2 Ano 2012

Houve uma relativa piora na perspectiva de recuperação da economia internacional a partir do 2.º semestre de 2011. Porém, como mencionado no tópico anterior, 2011 obteve resultados significativos no aspecto: variáveis macroeconômicas. Ao adicionar o arrefecimento do IPCA acumulado em 12 meses e o cumprimento da meta, mesmo que pelo limite superior, temos no início de 2012 um IC condizente com a sistemática observada até então. De janeiro a julho apresentou uma variação, aproximada, entre 60 e 80 pontos. Em expectativa de mercado iniciou o ano com 5,32% e chegou a um mínimo de 4,85%, próximo ao centro da meta.

Segundo Copom (2012a) e Copom (2012b) o impacto da deterioração do cenário internacional se transmitiu para a economia brasileira entre outros canais, via expectativas de empresários e consumidores, fluxos de comércio exterior e investimentos. Aliado a isto tinha-se o recuo do IPCA acumulado em 12 meses ocorrendo desde o 3.º trimestre de 2011. Motivo pelo qual a confiança dos agentes de mercado estava em um bom patamar.

Figura 13 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2012



Fonte: Banco Central do Brasil (2017c) - Elaboração Própria

Ao longo do 2.º semestre o que pode ser observado é o contrário. Ao invés do ganho de confiança, tem-se a perda desta. Segundo (COPOM, 2012c, p. 9) “a trajetória dos preços livres foi influenciada pela elevação de 8,86% dos preços do grupo alimentos e bebidas — em parte devida a fatores climáticos, externos e domésticos“. Também, Copom (2012d) pontua que os preços das *commodities* agrícolas tiveram aumento nesse período, reflexo de choques negativos de oferta. Fator que pressionou a inflação medida pelo IPCA.

O IC terminou o ano medindo 40 pontos. A inflação medida pelo IPCA foi de 5,84%, chegando bem próximo do limite superior. Nenhuma das 251 observações foi inferior ao centro da meta. Por fim, em relação ao CVP, destaca-se tendência linear decrescente ao longo do ano tendo como maior e menor valor, respectivamente 5,30 e 1,40%. Ou seja, pode-se concluir que a dispersão das expectativas foram homogêneas.

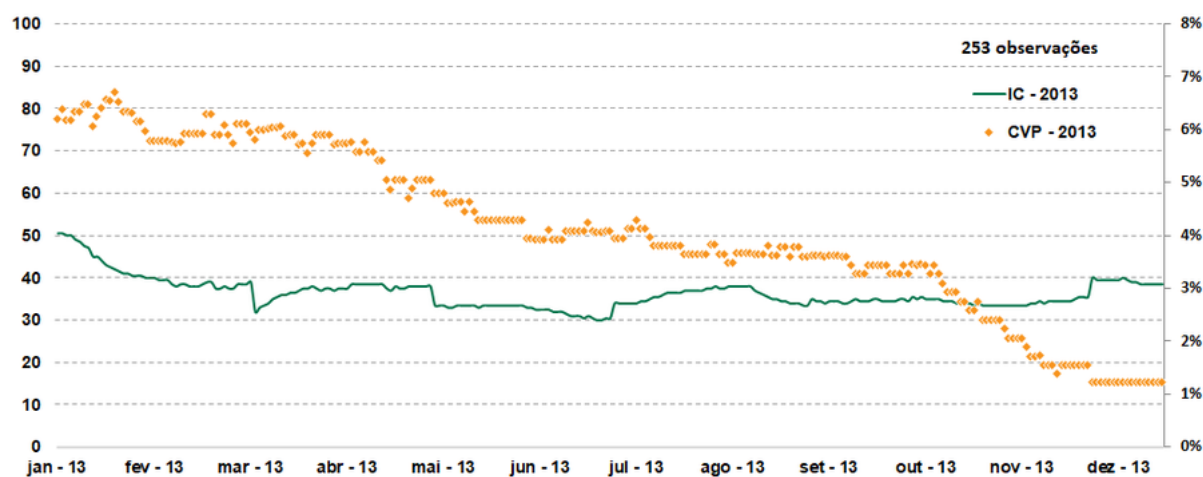
4.4.3 Ano 2013

Como já apontado na análise feita para 2011, o BCB adotou uma política monetária e fiscal expansionista com intuito de “aquecer” a atividade econômica. Desde 2010 a tendência do IC ao longo dos anos é de decrescimento, ou seja, cumprir a meta no limite superior e não executar ações de contenção inflacionária gera perda de reputação e credibilidade. Isso pode ser visto em um menor IC a cada início de ano, também.

A redução ocorrida na taxa Selic ao longo de 2012 (gráfico 36 e 37), torna mais claro essa postura expansionista, que, em tese, mitigaria os impactos do arrefecimento da economia mundial no Brasil. Porém, o que se observou — com base nos Relatórios de Inflação — foi uma contínua pressão nos níveis de preço ocorrida por esse estímulo

na demanda agregada. No âmbito externo tinha-se um cenário de incerteza, motivo suficiente para reduzir planos de investimentos no médio e longo prazo por parte das empresas. Em resumo, em algum momento o desequilíbrio entre oferta e demanda irá impactar significativamente na inflação.

Figura 14 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2013



Fonte: Banco Central do Brasil (2017c) - Elaboração Própria

Em 2013 o IC iniciou com, aproximadamente, 50 pontos e ao longo do ano foi reduzindo-se até atingir 30 pontos. As expectativas dos agentes de mercado variaram entre 5,49% e 5,90%. No âmbito geral os principais indicadores macroeconômicos, mesmo a despeito de alguns bons números, tiveram uma piora. O IED não foi suficiente para financiar o deficit em transações correntes, o saldo da balança comercial foi quase zero, o resultado primário foi quase a metade da média dos últimos dez anos, dentre outros. O recuo na arrecadação deveram-se as desonerações fiscais concedidas a alguns setores. A política de crédito continuou em ritmo de expansão, principalmente para financiamento imobiliário e de automóveis.

A inflação medida pelo IPCA foi de 5,91%, chegando bem próximo do limite superior. Nenhuma das 253 observações foi inferior ao centro da meta. Por fim, em relação ao CVP, destaca-se tendência linear decrescente ao longo do ano tendo como maior e menor valor, respectivamente 6,71% e 1,22%. Ou seja, pode-se concluir que a dispersão das expectativas foram homogêneas.

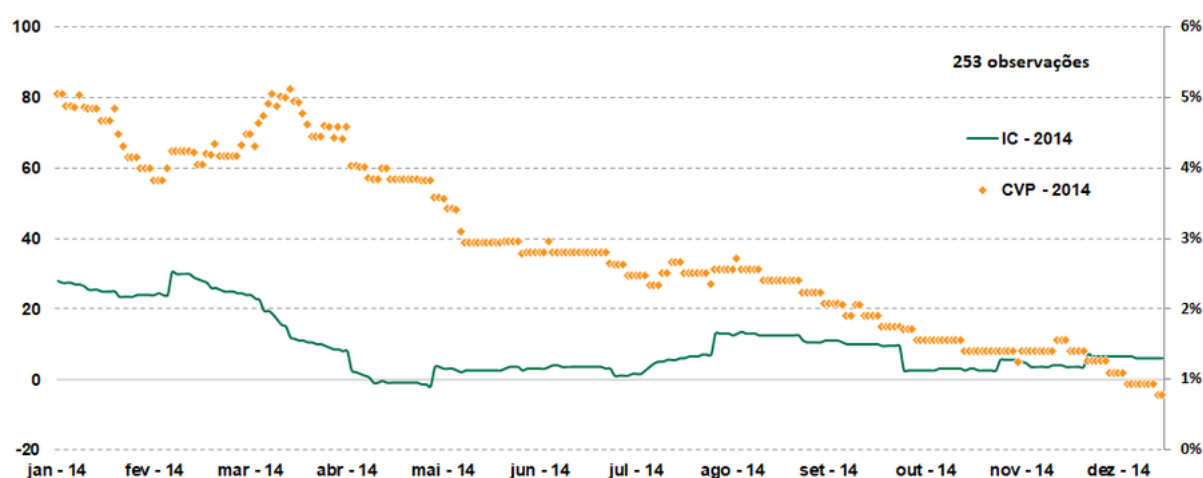
4.4.4 Ano 2014

Desde o 1.º ano desse Governo, temos presenciado o cumprimento da meta acima do centro e, na sua maioria, bem próximo ao limite superior permitido pelo Regime de Metas. Em consequência, no início de cada ano, a reputação do BCB vem

diminuindo constantemente, ou seja, apesar do cumprimento da meta as circunstâncias em que ele ocorre levam a um IC no início do ano seguinte cada vez menor.

Em 2014 não foi diferente, como pode ser visto no gráfico 15. Nenhuma das observações da amostra foram menores que o centro da meta, fenômeno ocorrido desde 2011 e bem diferente do que pôde ser visto no período 2007-2010. As expectativas no início de ano estavam em torno de 5,89% e terminaram em 6,54%. E o IC começou o ano com, aproximadamente, 30 pontos, chegando a atingir -2 pontos e, ao fim do ano estava em 6 pontos.

Figura 15 – Índice de Credibilidade e Dispersão das Expectativas no ano de 2014



Fonte: Banco Central do Brasil (2017c) - Elaboração Própria

Essa queda no IC ocorrida ao longo do ano, deve-se a fatores ligados a piora das variáveis macroeconômicas. No setor externo temos: deficit na balança comercial e, desde 2013, deficit em transação corrente não totalmente financiado pelo ingresso de IED. Nas contas públicas temos deficit no resultado primário (primeiro ocorrido em mais de uma década) e indícios de pressão sobre o nível de endividamento. Tais resultados são compilados no decorrer do ano, por isso o decréscimo do IC ocorre de forma “suave” de fevereiro a dezembro.

Ao fim do ano (COPOM, 2014, p. 10) afirmou, através do Relatório de Inflação, que:

“[...] o fato de a inflação atualmente se encontrar em patamares elevados reflete, em parte, a ocorrência de dois importantes processos de ajustes de preços relativos na economia — realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais e realinhamento dos preços administrados em relação aos livres”.

Esse período presidencial teve, assim como o último, uma particularidade. Verificamos de forma consistente de deterioração dos fundamentos macroeconômicos que, até então, eram a fonte de resiliência a choques da economia.

Na perspectiva do desempenho do IC o que pôde ser verificado continua mantendo a sistemática dos outros períodos. Autoridade Monetária possui influência na expectativa dos agentes de mercado no início de cada ano com base no cumprimento da meta do ano anterior — reputação. Essa influência tem continuidade — credibilidade — ou não com base na execução de políticas que venham mitigar efeitos de choques ou simplesmente conduzir a situação fiscal e monetária de forma macroprudencial. Os limites (inferiores e superiores) deixaram de ser instrumentos para absorção de choques e passaram a ser usados para margem de estímulo através da flexibilização da Política Monetária e Fiscal.

Em relação ao CVP, destaca-se tendência linear decrescente ao longo do ano tendo como maior e menor valor, respectivamente 5,11% e 0,78%. Ou seja, pode-se concluir que a dispersão das expectativas, em 2014, foram homogêneas, assim como em todos os outros anos desse período presidencial. O desempenho do IT pode ser visualizado pela Tabela 1: sucesso nos anos de 2011, 2012, 2013 e 2014.

5 Considerações Finais

5.1 Relevância do Tema

Conforme descrito e citado por diversos autores ao longo deste trabalho, o uso de regras na condução da política monetária é uma estratégia cercada de vantagens e benefícios. De acordo com as inúmeras prerrogativas analisadas, justifica-se sua escolha em relação a outros arranjos como: meta para agregados monetários (*x-rule*) ou taxa de câmbio (câmbio fixo ou banda cambial). Isso devido ao estabelecimento de uma variável (taxa Selic) em que a Autoridade Monetária possui pleno controle — teoricamente, pelo menos. Funcionando como uma âncora para os níveis de preços, contribuindo para o ganho de reputação e credibilidade do Banco Central e para fixação das expectativas quanto ao futuro da inflação.

Além de englobar um arcabouço operacional que é utilizado pelas principais economias ao redor do globo, o *Inflation Target*, no Brasil, foi implantado para substituir o regime cambial de relativamente rígido para flutuante, em 1999. Gerando uma série de mudanças institucionais importantes em conjunto com a Lei de Responsabilidade Fiscal. Tais medidas eram necessárias para dar maior predição aos investidores nacionais e internacionais. Além, claro, reduzir o grau de exposição a propagação de efeitos de crises internas e externas.

5.2 Conclusão Geral

Algumas conclusões podem ser tiradas, em 15 anos de observações desses indicadores. Primeiro, pode-se afirmar que o Regime de Metas, por si só, não pode garantir a trajetória pretendida pelo BCB em determinadas situações, como as ocorridas em 2001, 2002 e 2003. Como abordado no referencial desse trabalho a Autoridade Monetária não é composta apenas por membros técnicos, ela também é constituída de membros políticos. E a classe política pode-se ver tentada a não cumprir as regras estabelecidas pelo Regime de Metas. Segundo, o BCB pôde influenciar as expectativas de inflação no início dos anos seguintes ao cumprimento da meta de inflação, ou seja, com reputação acumulada a Autoridade Monetária pode agir como uma âncora das expectativas. Terceiro, não é apenas dentro de cada ano que a dispersão das expectativas tem trajetória declinante (neste caso, por motivos aritméticos), pois, as expectativas se tornaram cada vez mais homogêneas ao longo de toda a série temporal, ou seja, a condução da política monetária ao longo dos anos tornou-se cada vez mais previsível.

5.3 Objetivos Propostos

Em relação aos objetivo geral aqui proposto, o trabalho apresenta-se satisfatório. Através do período observado, foi possível encontrar relação entre a teoria do binômio reputação-credibilidade e as expectativas inflacionárias sob o regime de metas. Objetivo, este, que foi alcançado através da análise da credibilidade do BCB em conjunto com a análise do comportamento das expectativas inflacionárias dos agentes de mercado.

Os objetivos específicos, também, apresentam-se adequados. A heterogeneidade e homogeneidade das expectativas de inflação obtiveram conclusões interessantes em termos de previsibilidade das ações do BCB. A inconsistência temporal ocorreu nos anos de 2003, 2004 e 2005. E, por fim, o desempenho do regime de metas foi que o BCB alcançou a meta pretendida em treze anos, desde sua implantação em 1999 até o último ano analisado neste trabalho, 2014.

5.4 Sugestões

As recomendações de abrangência do estudo podem seguir por três caminhos diferentes. Primeiro, podemos estabelecer que o IC desenvolvido por Sicsú (2002) está longe de ser perfeito (sequer se propõe a isto), porém, caso haja interesse em estabelecer métricas que o correlacionem com outras variáveis relevantes, esta metodologia pode não ser a ideal. Segundo Mendonça (2004) o limite inferior do IC de Sicsú mostra-se inadequado para sua aplicabilidade em análises futuras envolvendo variáveis macroeconômicas. Sendo assim, Mendonça, propôs outro IC que varia entre 0 e 1. Em resposta, (SICSÚ, 2005, p. 141) afirma:

“o índice que elaborei busca quantificar uma questão relevante e essencialmente empírica: quanto o mercado acredita que a meta perseguida pelo Banco Central do Brasil pode ser alcançada. Com este índice, não objetivei contestar ou contribuir para o aperfeiçoamento do regime de metas de inflação.”

Por fim, Mendonça e Souza (2007) discorre, em seu *paper*, sobre alguns Índices de Credibilidades disponíveis na literatura (exceto o de Sicsú) e tenta avaliar qual deles é mais relevante para análise da variação da meta da taxa Selic. A sugestão é, tal qual Mendonça e Souza fizeram, desenvolver uma análise comparativa entre os índices disponíveis, em uma maior linha temporal.

Segundo, em algumas partes do texto (do referencial a conclusão) ficou claro a possibilidade de influência do *policy maker* na condução da Política Monetária. Ou seja, a possibilidade da existência do viés inflacionário. A outra sugestão é no sentido de encontrar uma metodologia capaz de verificar a interferência dos agentes públicos na condução técnica do regime de metas. Terceiro, e por fim, toda a análise realizada ao

longo desse trabalho poderia ter sido feita, também, sob o espectro da decomposição do índice de inflação feita pelo BCB. Isto é, quanto da variação da inflação medida pelo IPCA representa em percentual de preços livres, preços administrados, expectativas, inércia, choque de oferta e demais fatores.

Referências

ALBUQUERQUE, P.; GOUVEA, S. Canaries and vultures: a quantitative history of monetary mismanagement in Brasil. **Journal of International Money and Finance**, v. 28, n. 3, p. 479 – 495, April 2009.

ARESTIS, P.; PAULA, L. F. de; FERRARI-FILHO, F. A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 18, n. 1, p. 1 – 30, abril 2009. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ecos/v18n1/01.pdf>>.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Galeria de Ex Presidentes do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2016. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pre/GaleriadosPresidentes/default-p.asp>>. Acesso em: 16/10/2017.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Histórico das Taxas de Juros**. Brasília, 2017. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/Pec/Copom/Port/taxaSelic.asp>>. Acesso em: 10/11/2017.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Histórico para Metas de Inflação no Brasil**. Brasília, 2017. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/Pec/metas/TabelaMetaseResultados.pdf>>. Acesso em: 16/10/2017.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema de Expectativas de Mercado**. Brasília, 2017. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/expectativas/publico/consulta/serieestatisticas>>. Acesso em: 07/07/2017.

BARBOSA, F. de H. **Política Monetária: Instrumentos, Objetivos e a Experiência Brasileira**. São Paulo: [s.n.], 1996. Disponível em: <<http://www.fgv.br/professor/fholanda/Arquivo/Polimone.pdf>>. Acesso em: 26/04/2017.

BARRO, R. J.; GORDON, D. “Recent Developments in the Theory of rules Versus Discretion”. **Journal of Monetary Economics**, North-Holland, n. 12, p. 101 – 121, 1983.

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

CAMPOS, M. **Breve história da Macroeconomia**. Fortaleza: [s.n.], 2017. Disponível em: <<https://medium.com/@marcelorcampos/breve-historia-da-macroeconomia-a25ef6aee826>>. Acesso em: 24/04/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 2, n. 1, p. 1 – 135, Março 2000. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2000/03/ri200003P.pdf>>. Acesso em: 29/05/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 2, n. 2, p. 1 – 128, Junho 2000. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2000/06/ri200006P.pdf>>. Acesso em: 29/05/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 2, n. 3, p. 1 – 135, Setembro 2000. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2000/09/ri200009P.pdf>>. Acesso em: 29/05/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 2, n. 4, p. 1 – 149, Dezembro 2000. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2000/12/ri200012P.pdf>>. Acesso em: 29/05/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 3, n. 1, p. 1 – 156, Março 2001. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2001/03/ri200103P.pdf>>. Acesso em: 29/05/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 3, n. 2, p. 1 – 178, Junho 2001. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2001/06/ri200106P.pdf>>. Acesso em: 29/05/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 3, n. 3, p. 1 – 190, Setembro 2001. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2001/09/ri200109P.pdf>>. Acesso em: 29/05/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 3, n. 4, p. 1 – 184, Dezembro 2001. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2001/12/ri200112P.pdf>>. Acesso em: 29/05/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 4, n. 1, p. 1 – 170, Março 2002. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2002/03/ri200203P.pdf>>. Acesso em: 29/05/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 4, n. 2, p. 1 – 188, Junho 2002. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2002/06/ri200206P.pdf>>. Acesso em: 29/05/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 4, n. 3, p. 1 – 186, Setembro 2002. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2002/09/ri200209P.pdf>>. Acesso em: 29/05/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 4, n. 4, p. 1 – 188, Dezembro 2002. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2002/12/ri200212P.pdf>>. Acesso em: 29/05/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 5, n. 1, p. 1 – 164, Março 2003. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2003/03/ri200303P.pdf>>. Acesso em: 29/05/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 5, n. 2, p. 1 – 184, Junho 2003. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2003/06/ri200306P.pdf>>. Acesso em: 29/05/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 5, n. 3, p. 1 – 169, Setembro 2003. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2003/09/ri200309P.pdf>>. Acesso em: 29/05/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 5, n. 4, p. 1 – 165, Dezembro 2003. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2003/12/ri200312P.pdf>>. Acesso em: 29/05/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 6, n. 1, p. 1 – 165, Março 2004. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2004/03/ri200403P.pdf>>. Acesso em: 29/05/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 6, n. 2, p. 1 – 157, Junho 2004. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2004/06/ri200406P.pdf>>. Acesso em: 29/05/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 6, n. 3, p. 1 – 170, Setembro 2004. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2004/09/ri200409P.pdf>>. Acesso em: 29/05/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 6, n. 4, p. 1 – 166, Dezembro 2004. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2004/12/ri200412P.pdf>>. Acesso em: 29/05/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 7, n. 1, p. 1 – 154, Março 2005. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2005/03/ri200503P.pdf>>. Acesso em: 29/05/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 7, n. 2, p. 1 – 156, Junho 2005. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2005/06/ri200506P.pdf>>. Acesso em: 29/05/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 7, n. 3, p. 1 – 160, Setembro 2005. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2005/09/ri200509P.pdf>>. Acesso em: 29/05/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 7, n. 4, p. 1 – 144, Dezembro 2005. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2005/12/ri200512P.pdf>>. Acesso em: 29/05/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 8, n. 1, p. 1 – 165, Março 2006. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2006/03/ri200603P.pdf>>. Acesso em: 07/06/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 8, n. 2, p. 1 – 136, Junho 2006. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2006/06/ri200606P.pdf>>. Acesso em: 07/06/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 8, n. 3, p. 1 – 160, Setembro 2006. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2006/09/ri200609P.pdf>>. Acesso em: 07/06/2017.

COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 9, n. 1, p. 1 – 161, Março 2007. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2007/03/ri200703P.pdf>>. Acesso em: 30/04/2018.

- COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 9, n. 2, p. 1 – 143, Junho 2007. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2007/06/ri200706P.pdf>>. Acesso em: 30/04/2018.
- COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 9, n. 3, p. 1 – 165, Setembro 2007. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2007/09/ri200709P.pdf>>. Acesso em: 30/04/2018.
- COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 9, n. 4, p. 1 – 161, Dezembro 2007. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2007/12/ri200712P.pdf>>. Acesso em: 30/04/2018.
- COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 10, n. 1, p. 1 – 171, Março 2008. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2008/03/ri200803P.pdf>>. Acesso em: 30/04/2018.
- COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 10, n. 2, p. 1 – 161, Junho 2008. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2008/06/ri200806P.pdf>>. Acesso em: 30/04/2018.
- COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 10, n. 3, p. 1 – 165, Setembro 2008. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2008/09/ri200809P.pdf>>. Acesso em: 30/04/2018.
- COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 10, n. 4, p. 1 – 199, Dezembro 2008. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2008/09/ri200809P.pdf>>. Acesso em: 30/04/2018.
- COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 11, n. 1, p. 1 – 177, Março 2009. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2009/03/ri200903P.pdf>>. Acesso em: 30/04/2018.
- COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 11, n. 2, p. 1 – 162, Junho 2009. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2009/06/ri200906P.pdf>>. Acesso em: 30/04/2018.
- COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 11, n. 3, p. 1 – 159, Setembro 2009. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2009/09/ri200909P.pdf>>. Acesso em: 30/04/2018.
- COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 11, n. 4, p. 1 – 173, Dezembro 2009. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2009/12/ri200912P.pdf>>. Acesso em: 30/04/2018.
- COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 12, n. 1, p. 1 – 156, Março 2010. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2010/03/ri201003P.pdf>>. Acesso em: 30/04/2018.
- COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 12, n. 2, p. 1 – 147, Junho 2010. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2010/06/ri201006P.pdf>>. Acesso em: 30/04/2018.

- COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 12, n. 3, p. 1 – 139, Setembro 2010. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2010/09/ri201009P.pdf>>. Acesso em: 30/04/2018.
- COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 12, n. 4, p. 1 – 137, Dezembro 2010. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2010/12/ri201012P.pdf>>. Acesso em: 30/04/2018.
- COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 1, n. 13, p. 1 – 147, Março 2011. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2011/03/ri201103P.pdf>>. Acesso em: 20/05/2018.
- COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 13, n. 2, p. 1 – 147, Junho 2011. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2011/06/ri201106P.pdf>>. Acesso em: 20/05/2018.
- COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 14, n. 1, p. 1 – 145, Março 2012. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2012/03/ri201203P.pdf>>. Acesso em: 21/05/2018.
- COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 14, n. 2, p. 1 – 145, Junho 2012. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2012/06/ri201206P.pdf>>. Acesso em: 21/05/2018.
- COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 14, n. 3, p. 1 – 147, Setembro 2012. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2012/09/ri201209P.pdf>>. Acesso em: 21/05/2018.
- COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 14, n. 4, p. 1 – 137, Dezembro 2012. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2012/12/ri201212P.pdf>>. Acesso em: 21/05/2018.
- COPOM. Relatório de Inflação. Banco Central do Brasil, Brasília, v. 16, n. 4, p. 1 – 103, Dezembro 2014. ISSN 1517-6576. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2014/12/ri201412P.pdf>>. Acesso em: 27/05/2018.
- CORAZZA, G.; KREMER, R. L. Friedman e o monetarismo: A Velha Teoria Quantitativa da Moeda e a Moderna Escola Monetarista. **Análise Econômica**, Porto Alegre, n. 39, p. 65 – 87, março-setembro 2003. ISSN 0102-9924.
- CORRÊA, G. L. **Bolha Especulativa no Mercado Imobiliário Brasileiro**. 2015. 82 p. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) — Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC), Florianópolis. Disponível em: <<https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/158363/MonografiadaGianeLaureci.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 24/09/2017.
- DATALYZER SPECTRUM. **Coeficiente de Variação (CV)**. Wixom-MI, 2016. Disponível em: <<http://www.datalyzer.com.br/site/suporte/administrador/info/arquivos/info142/142.pdf>>. Acesso em: 16/10/2017.
- DORNBUSCH, R.; FISCHER, S.; STARTZ, R. **Macroeconomia**. 11. ed. Porto Alegre: AMGH Editora Ltda., 2013. ISBN 978-85-8055-185-3.

FRANCO, E. E. **Ciclo Econômicos: A Escola Austríaca como Alternativa à Teoria Keynesiana**. 2015. 56 p. Monografia (Pós-Graduação Lato Sensu em Finanças e Mercado de Capitais) — Universidade Regional do Noroeste do Estado do Rio Grande do Sul (UNIJUI), Panambi. Disponível em: <<http://bibliodigital.unijui.edu.br:8080/xmlui/bitstream/handle/123456789/3095/TCCEduardoEvandroFranco.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 30/04/2017.

FREUND, J. E. **Estatística Aplicada: Economia, Administração e Contabilidade**. 11. ed. Porto Alegre: Bookman, 2007. ISBN 978-85-7780-063-6.

FRIEDMAN, M. *Studies in the Quantity Theory of Money*. **The University of Chicago Press**, Chicago, 1956.

FRIEDMAN, M. "The Role of Monetary Policy". **The American Economic Review**, March 1968.

FROYEN, R. T. **Macroeconomia: Teoria e Aplicações**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. ISBN 978-85-02-17523-5.

GERIN. Regime de Metas para a Inflação no Brasil. Brasília, junho 2016. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/FAQs/FAQ10-RegimededeMetasparaaInfla~A\T1\textsection~A\T1\textsterlingonoBrasil.pdf>>. Acesso em: 24/05/2017.

GERIN. Sistema Expectativas de Mercado. Brasília, junho 2016. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/FAQs/FAQ13-ExpectativasdeMercado.pdf>>. Acesso em: 28/05/2017.

GOMES, G.; CRUZ, C. A. S. da. Vinte Anos de Economia Brasileira 1995-2015. Centro de Altos Estudos Brasil Século XXI, Brasília, p. 1 – 164, Outubro 2016. Disponível em: <<http://www.altosestudiosbrasilxxi.org.br/documentos/finish/7/1454>>. Acesso em: 06/06/2017.

IORIO, U. J. **As Três Escolas Liberais do Século XX**. 2011. Disponível em: <<http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1064>>. Acesso em: 25/10/2016.

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. "Rules Rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans". **Journal of Political Economic**, v. 85, n. 3, 1977.

LOPES, R. M. **A Escola Austríaca de Economia e a Função do Empresário**. 2012. 71 p. Monografia (Administração) — Instituto Municipal de Ensino Superior de Assis, Assis. Disponível em: <<http://cepein.femanet.com.br/BDigital/arqTccs/1011260934.pdf>>. Acesso em: 30/04/2017.

MANKIW, N. G. The Macroeconomist as Scientist and Engineer. **Journal of Economic Perspectives**, Cambridge, MA, v. 20, n. 4, p. 29 – 46, 2006. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w12349>>. Acesso em: 24/09/2017.

MANKIW, N. G. **Macroeconomia**. 8. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2015. ISBN 978-85-216-2748-7.

MENDONÇA, H. F.; SOUZA, G. J. de Guimarães e. Credibilidade do Regime de Metas para Inflação no Brasil. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Brasília, v. 37, n. 2, p. 247 – 282, agosto 2007.

- MENDONÇA, H. F. de. A Teoria da Credibilidade da Política Monetária. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 22, n. 3 (87), p. 46 – 64, julho-setembro 2002. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/87-3.pdf>>.
- MENDONÇA, H. F. de. Mensurando a Credibilidade do Regime de Metas Inflacionárias no Brasil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 24, n. 3 (95), p. 344 – 350, julho-setembro 2004.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Ministros de Estado da Fazenda**. Brasília, 2016. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/aceso-a-informacao/institucional/galeria-de-ministros/pasta-republica/republica>>. Acesso em: 21/10/2017.
- MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO. **Galeria de Ministros**. Brasília, 2016. Disponível em: <<http://www.planejamento.gov.br/aceso-a-informacao/institucional/o-ministerio/galeria-de-ministros>>. Acesso em: 16/10/2017.
- MISHKIN, F. International experiences with different monetary policy regimes. **Journal of Monetary Economics**, v. 43, n. 5, p. 576 – 606, 1999.
- MUTH, J. F. Rational Expectations and the Theory of Price Movements. **The Econometric Society**, New York, v. 29, n. 3, p. 315 – 335, July 1961. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/1909635?origin=JSTOR-pdf&seq=1#page_scan_tab_contents>. Acesso em: 16/05/2017.
- NASSIF, A. As armadilhas do tripé da política macroeconômica brasileira. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 35, n. 3 (140), p. 426 – 443, julho-setembro 2015. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rep/v35n3/1809-4538-rep-35-03-00426.pdf>>. Acesso em: 21/05/2017.
- PAULANI, L. M.; BRAGA, M. B. **A Nova Contabilidade Social**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. ISBN 978-85-02-19384-0.
- SAMPAIO, L. M. **Macroeconomia Esquemático**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2016.
- SAMUELSON, P. A.; NORDHAUS, W. D. **Economia**. 19. ed. Porto Alegre: AMGH, 2012. ISBN 978-85-8055-105-1.
- SANTOS, M. C. T. dos. **Variáveis Endógenas vs Exógenas**. Porto - Portugal: [s.n.], 2004. Disponível em: <MariaClementinaTeixeiradosSantos>. Acesso em: 30/04/2017.
- SERRANO, F. Relações de Poder e A Política Macroeconômica Americana, de Bretton Woods ao Padrão Dólar Flexível. In: _____. **O Poder Americano**. Petrópolis: Vozes, 2004. p. 190 – 204. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/ecopol/pdfs/32/D19.pdf>>. Acesso em: 24/09/2017.
- SHIKIDA, C. D.; ARAUJO JR., A. F. de; SOARES, J. de C. O regime de metas de inflação trouxe credibilidade para a política monetária brasileira? **Revista de Economia e Administração**, São Paulo, v. 10, n. 1, p. 110 – 127, janeiro-março 2011. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/5038/o-regime-de-metas-de-inflacao-trouxe-credibilidade-para-a-politica-monetaria-brasileira->>.
- SICSÚ, J. Expectativas inflacionárias no regime de metas de inflação: uma análise preliminar do caso brasileiro. **Economia Aplicada**, Ribeirão Preto, v. 6, n. 4, p. 703 – 711, outubro-dezembro 2002.

SICSÚ, J. Expectativas Inflacionárias e Índices de Credibilidade nas Metas de Inflação: Quando o Formalismo Esconde Fraquezas e Erros. **Economia Aplicada**, São Paulo, n. 9 (1), p. 139 – 142, janeiro-março 2005.

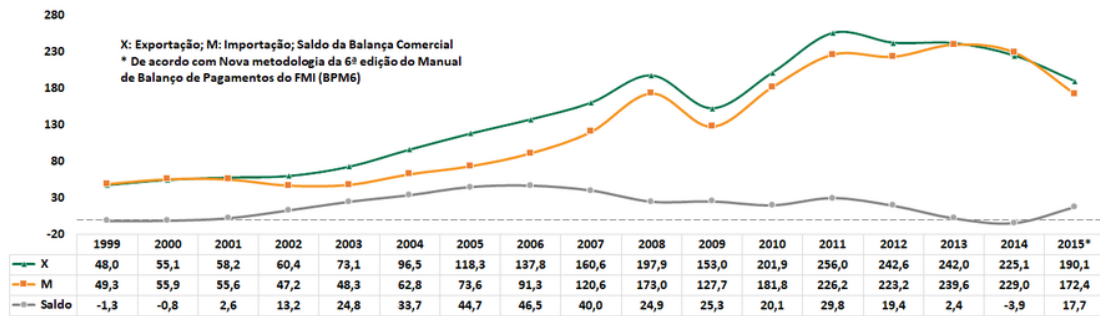
SIMONSEN, M. H.; CYSNE, R. P. **Macroeconomia**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009. ISBN 978-85-224-5565-2.

US ENERGY INFORMATION ADMINISTRATION. **Petroleum & Other Liquids**. Washington, 2017. Disponível em: <<https://www.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=PET&s=RBRTE&f=D>>. Acesso em: 15/11/2017.

Anexos

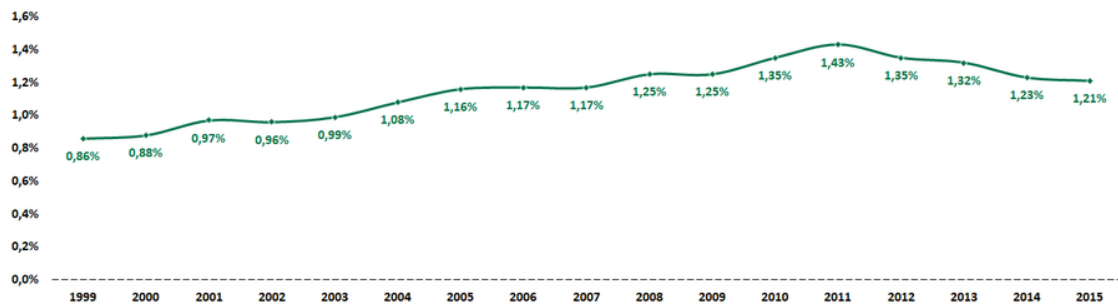
ANEXO A – SETOR EXTERNO

Figura 16 – Corrente de Comércio Exterior e Balança Comercial (US\$ Bilhões)



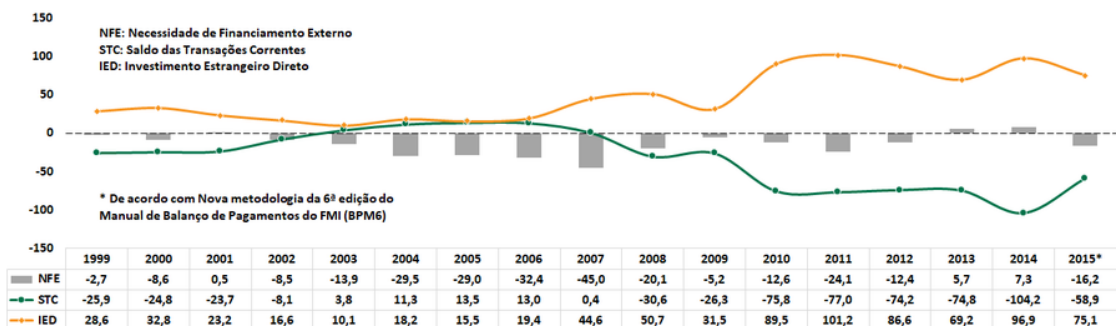
Extraído de Gomes e Cruz (2016, p. 5 e 6); Fonte: BCB - Elaboração Própria

Figura 17 – Participação das Exportações Brasileiras nas Exportações Mundiais



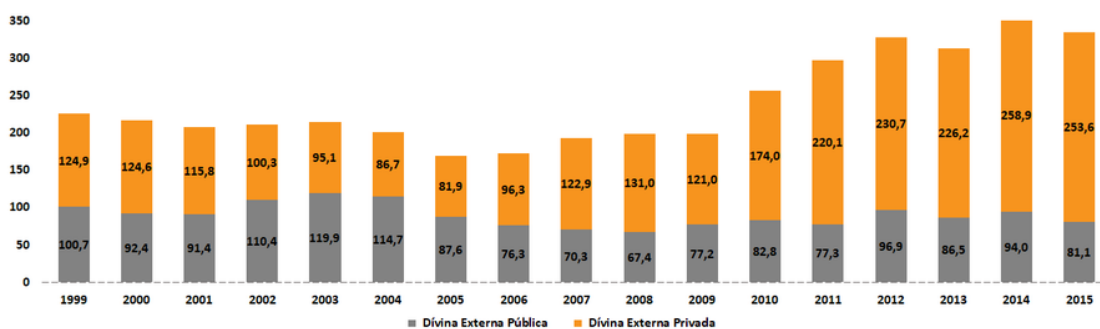
Extraído de Gomes e Cruz (2016, p. 17); Fonte: MDIC - Elaboração Própria

Figura 18 – Necessidades de Financiamento Externo (US\$ Bilhões)



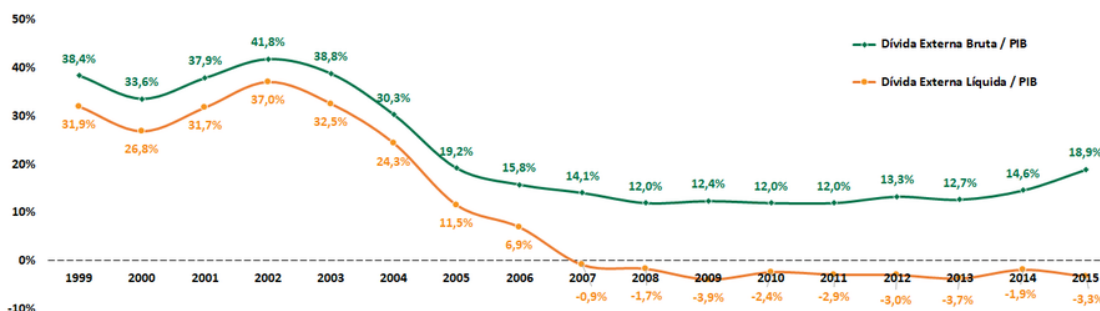
Extraído de Gomes e Cruz (2016, p. 27); Fonte: MDIC - Elaboração Própria

Figura 19 – Dívida Externa Pública e Privada (US\$ Bilhões)



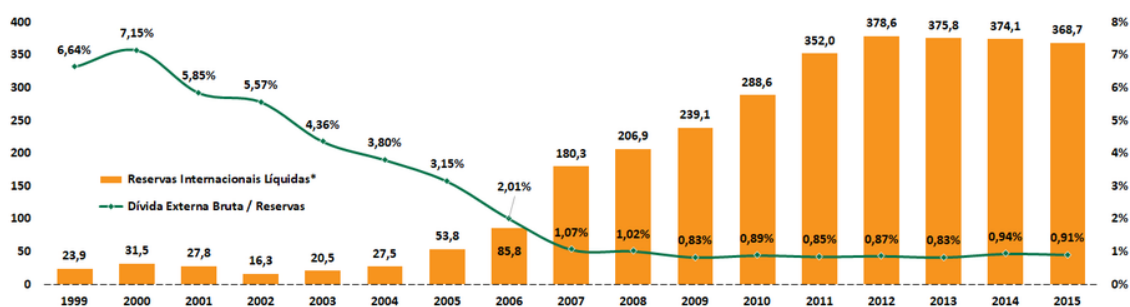
Extraído de Gomes e Cruz (2016, p. 33); Fonte: BCB - Elaboração Própria

Figura 20 – Relação da Dívida Pública Bruta e Líquida sobre o PIB



Extraído de Gomes e Cruz (2016, p. 34 e 36); Fonte: BCB - Elaboração Própria

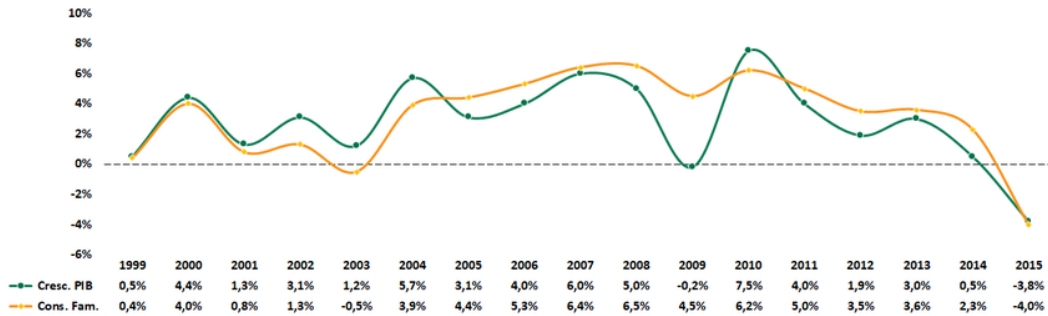
Figura 21 – Relação da Dívida Externa Bruta e as Reservas Internacionais Líquidas



Extraído de Gomes e Cruz (2016, p. 32 e 35); Fonte: BCB - Elaboração Própria

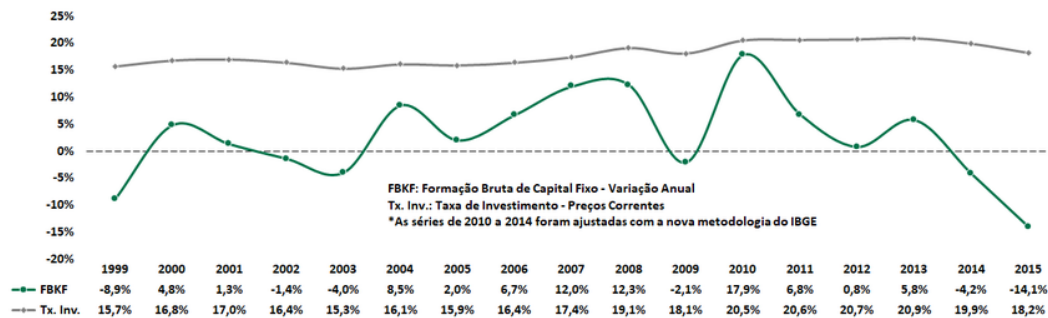
ANEXO B – ATIVIDADE ECONÔMICA

Figura 22 – Crescimento do PIB e Consumo das Famílias - Variação Anual



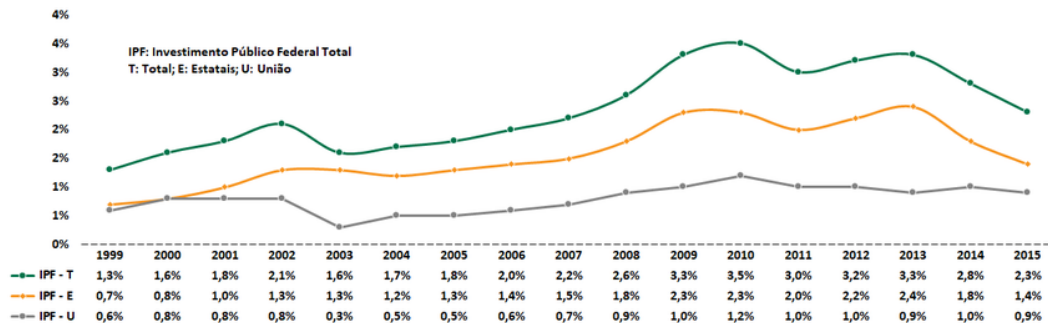
Extraído de Gomes e Cruz (2016, p. 41 e 47); Fonte: IBGE - Elaboração Própria

Figura 23 – Taxa de Investimento e Formação Bruta de Capital Fixo

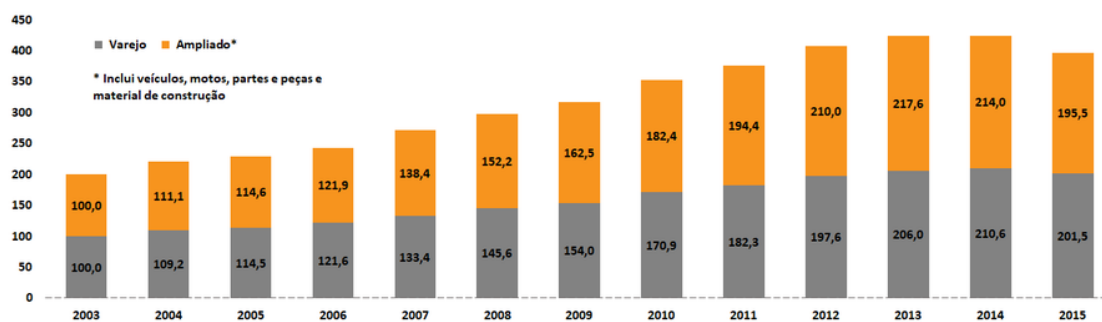


Extraído de Gomes e Cruz (2016, p. 44 e 45); Fonte: IBGE - Elaboração Própria

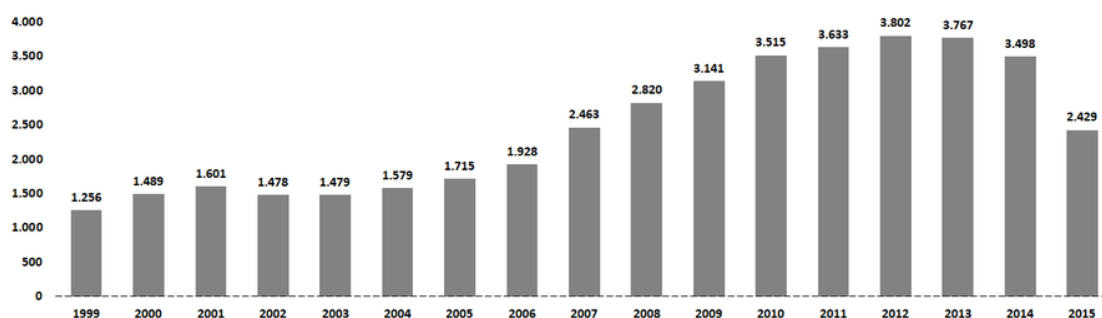
Figura 24 – Investimento Público Federal (% do PIB)



Extraído de Gomes e Cruz (2016, p. 46); Fonte: STN - Elaboração Própria

Figura 25 – Índices de Crescimento das Vendas Reais no Varejo (Ano Base 2003 = 100)

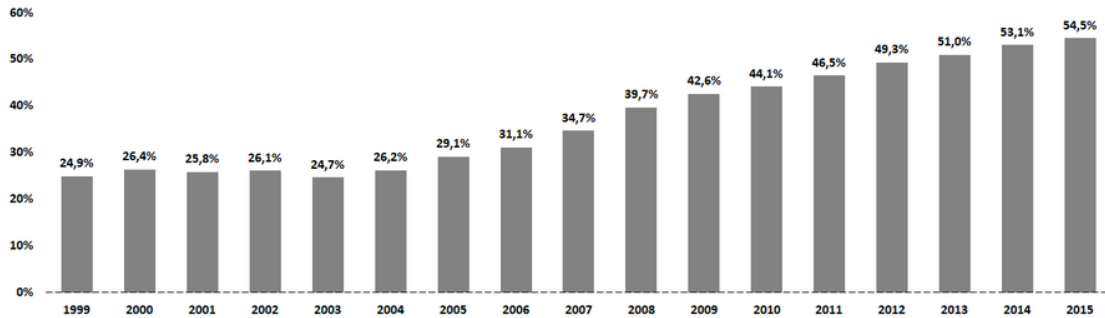
Extraído de Gomes e Cruz (2016, p. 60); Fonte: IBGE - Elaboração Própria

Figura 26 – Vendas do Complexo Automotivo (Mil Unidades)

Extraído de Gomes e Cruz (2016, p. 61); Fonte: ANFAVEA - Elaboração Própria

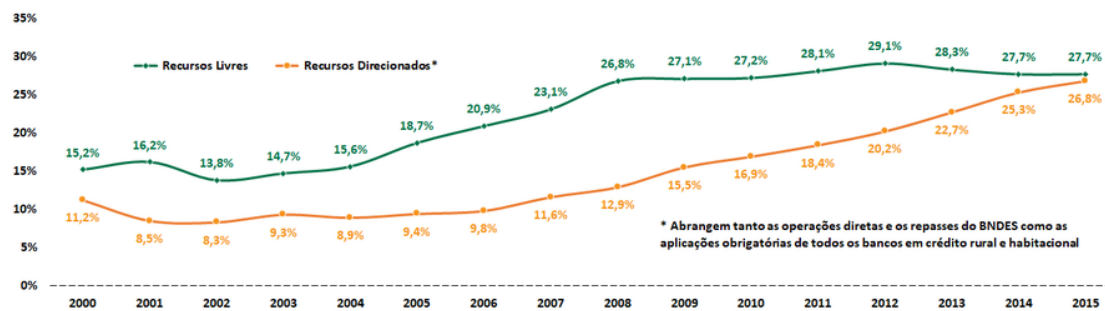
ANEXO C – CRÉDITO E FINANCIAMENTO

Figura 27 – Crédito Total Saldo em Final de Período (% do PIB)



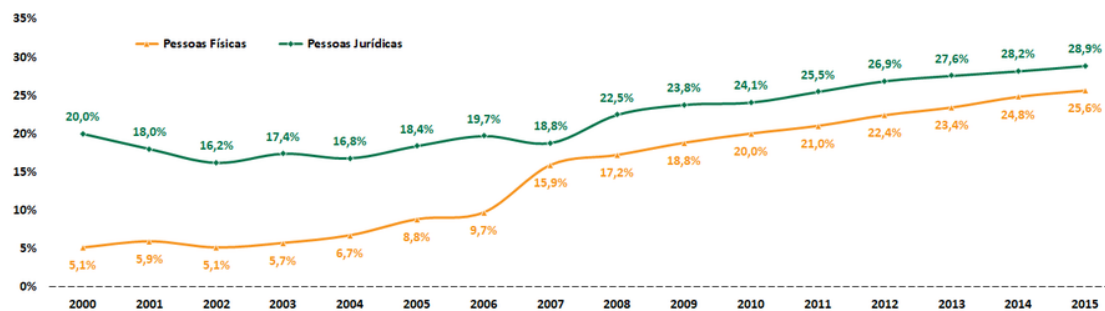
Extraído de Gomes e Cruz (2016, p. 67); Fonte: BCB - Elaboração Própria

Figura 28 – Crédito - Recursos Livres e Direcionados (% do PIB)

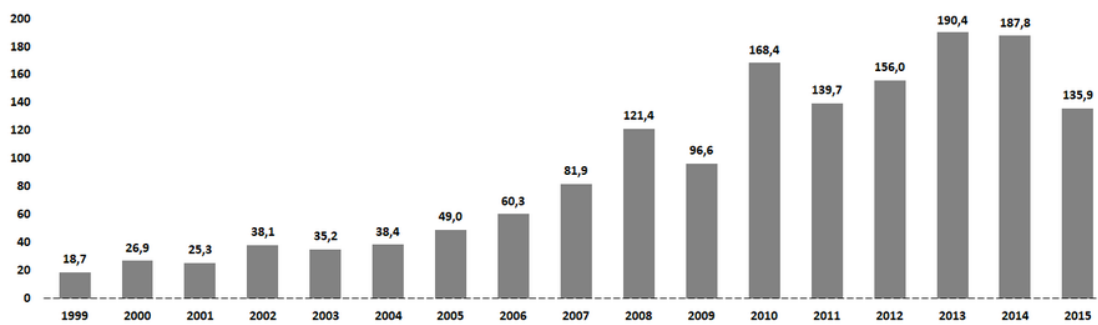


Extraído de Gomes e Cruz (2016, p. 68); Fonte: BCB - Elaboração Própria

Figura 29 – Crédito a Pessoas Físicas e Jurídicas - Saldo em Final de Período (% do PIB)



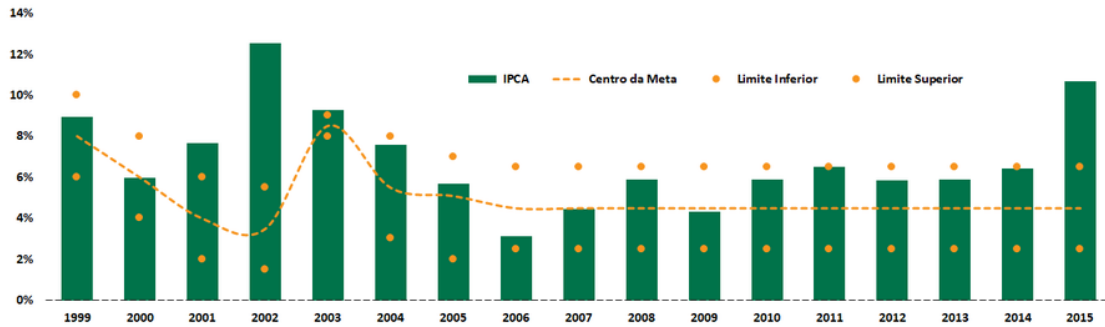
Extraído de Gomes e Cruz (2016, p. 69); Fonte: BCB - Elaboração Própria

Figura 30 – Financiamento do BNDES (Em R\$ Bilhões)

Extraído de Gomes e Cruz (2016, p. 72); Fonte: BNDES - Elaboração Própria

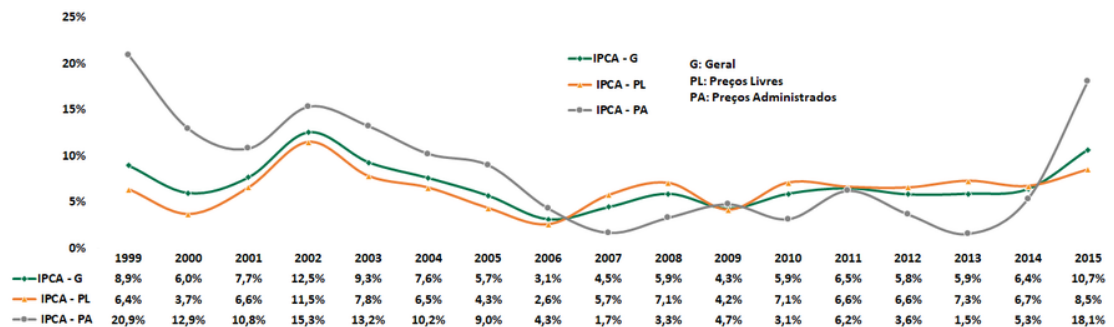
ANEXO D – INFLAÇÃO E PREÇOS

Figura 31 – Evolução da Taxa de Inflação (%)



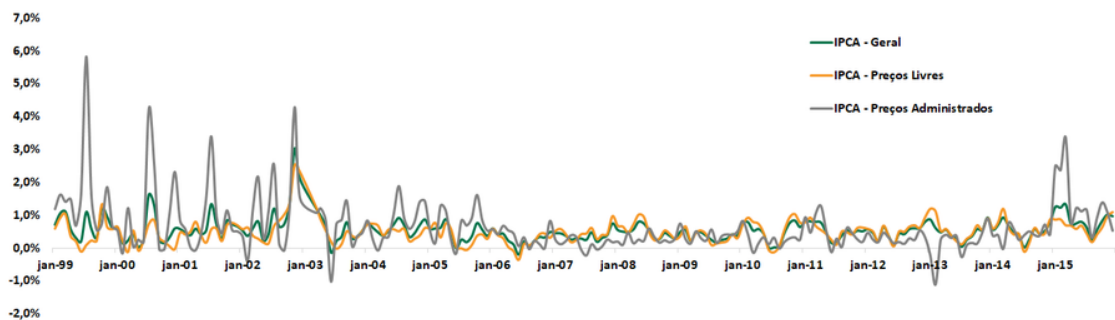
Extraído de Gomes e Cruz (2016, p. 76); Fonte: BCB - Elaboração Própria

Figura 32 – Variação Anual do IPCA - Preços Gerais, Livres Administrados

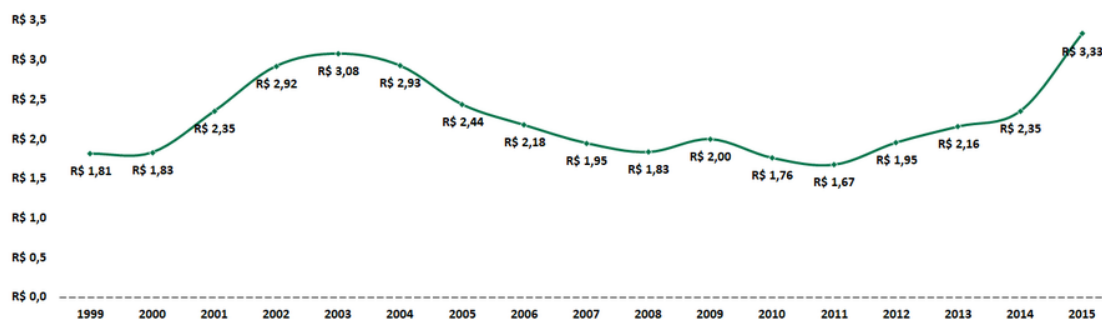


Extraído de Gomes e Cruz (2016, p. 78 e 79); Fonte: BCB - Elaboração Própria

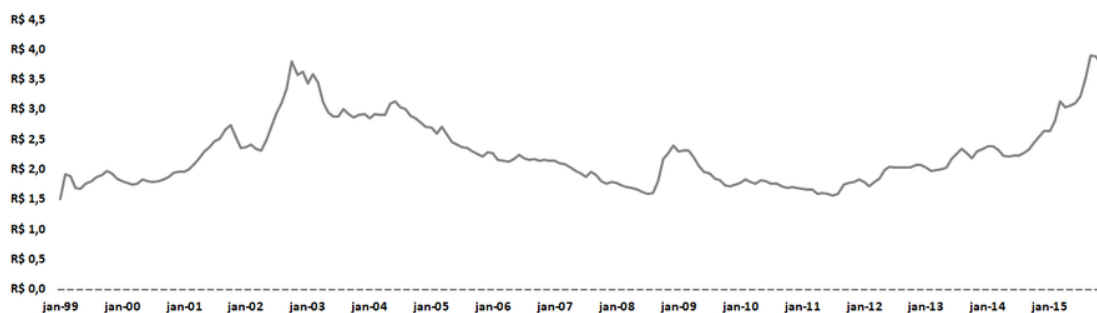
Figura 33 – Variação Mensal do IPCA - Preços Gerais, Livres Administrados



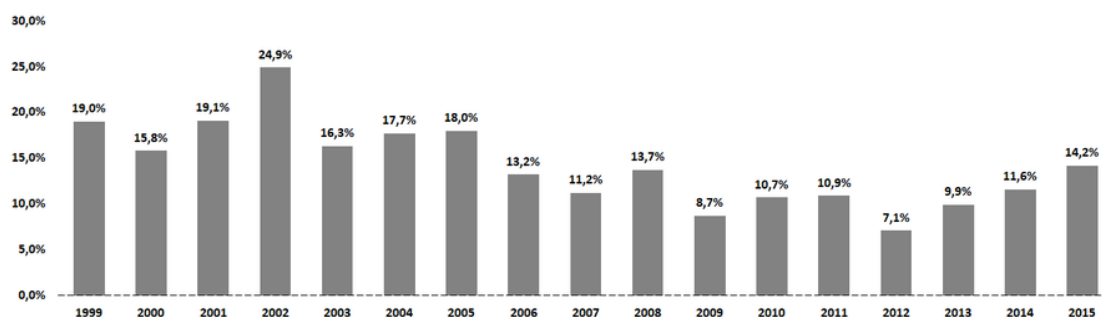
Extraído de Gomes e Cruz (2016, p. 147); Fonte: BCB - Elaboração Própria

Figura 34 – Taxa de Câmbio Anual (R\$ / US\$) - [Comercial - Venda - Média]

Extraído de Gomes e Cruz (2016, p. 82); Fonte: BCB - Elaboração Própria

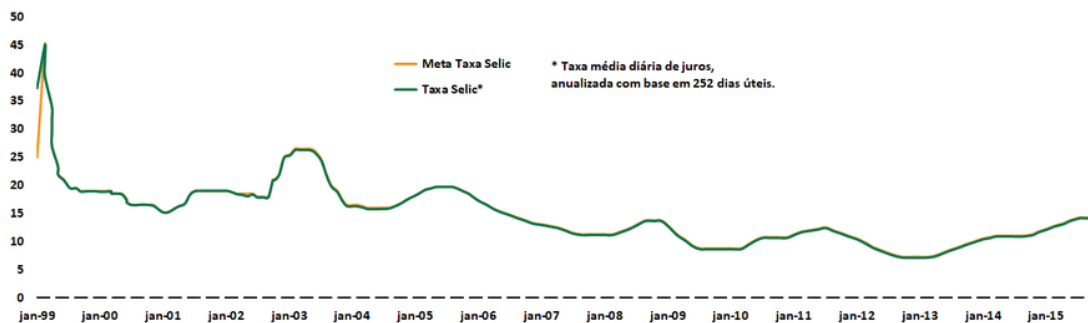
Figura 35 – Taxa de Câmbio Mensal (R\$ / US\$) - [Comercial - Venda - Média]

Extraído de Gomes e Cruz (2016, p. 83); Fonte: BCB - Elaboração Própria

Figura 36 – Taxas de Juros SELIC (% a.a)

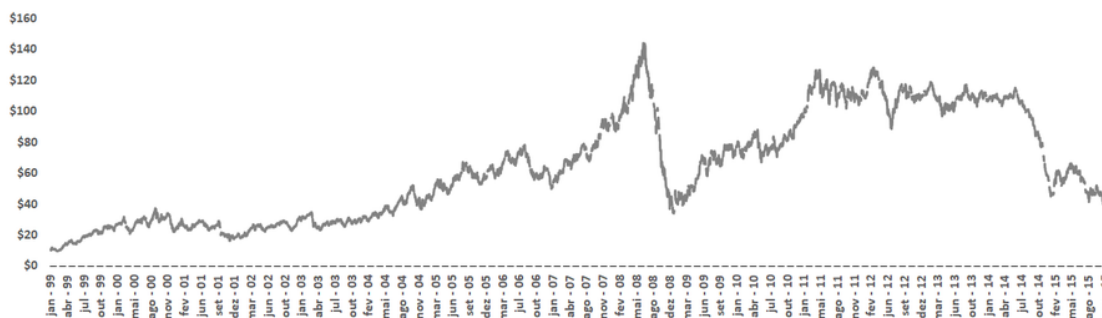
Extraído de Gomes e Cruz (2016, p. 80); Fonte: BCB - Elaboração Própria

Figura 37 – Meta da Taxa Selic e Taxa Selic Anualizada [por Reunião do COPOM]



Fonte: Banco Central do Brasil (2017a) - Elaboração Própria

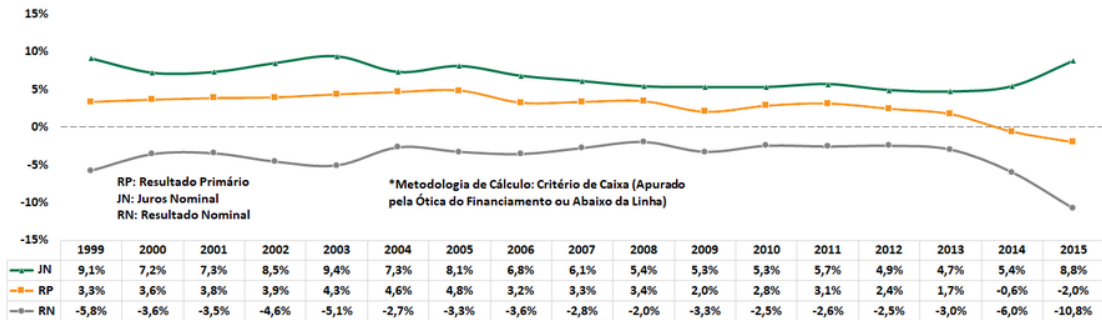
Figura 38 – Preço do Petróleo Bruto (US\$) - [Brent - FOB]



Fonte: U.S Energy Information Administration (2017) - Elaboração Própria

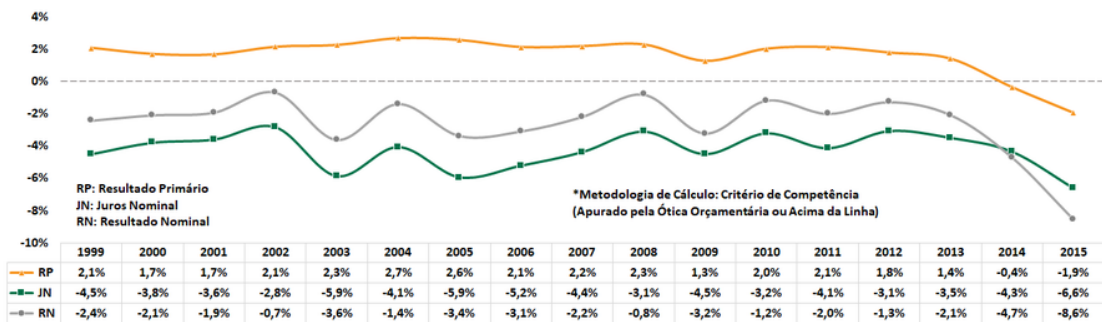
ANEXO E – CONTAS PÚBLICAS

Figura 39 – Setor Público Consolidado - Abaixo da Linha (% do PIB)



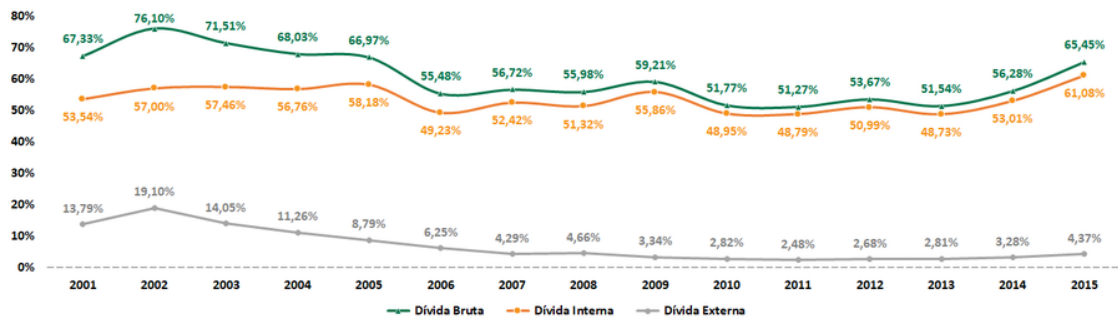
Extraído de Gomes e Cruz (2016, p. 85); Fonte: BCB - Elaboração Própria

Figura 40 – Setor Público Consolidado - Acima da Linha (% do PIB)



Extraído de Gomes e Cruz (2016, p. 86); Fonte: STN - Elaboração Própria

Figura 41 – Evolução da Dívida Bruta do Governo Geral e seus Componentes (% do PIB)



Extraído de Gomes e Cruz (2016, p. 87); Fonte: BCB - Elaboração Própria