

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Departamento de Economia

**A CREDIBILIDADE DO BANCO CENTRAL DURANTE O
GOVERNO DILMA (JANEIRO DE 2011 A MAIO DE
2016)**

Autor: Levi Melo Viana

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Flávio Silva Andrada

**Brasília
2016**

Levi Melo Viana

**A CREDIBILIDADE DO BANCO CENTRAL DURANTE O
GOVERNO DILMA (JANEIRO DE 2011 A MAIO DE
2016)**

Monografia submetida ao curso de graduação em Ciências Econômicas da Universidade de Brasília, como requisito parcial à obtenção do Título de Bacharel em Ciências Econômicas

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Flávio Silva Andrada

ÍNDICE

RESUMO.....	4
INTRODUÇÃO.....	5
CAPÍTULO 1: A TEORIA DA CREDIBILIDADE.....	7
CAPÍTULO 2: MENSURANDO A CREDIBILIDADE.....	15
CAPÍTULO 3: A CREDIBILIDADE DO BANCO CENTRAL NO GOVERNO DILMA (2011 – 2016).....	20
CONCLUSÃO.....	29
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	30

RESUMO

O presente trabalho se dedica à mensuração da credibilidade do Banco Central do Brasil – BC durante a vigência do Governo Dilma. Para tanto, após a revisão da teoria econômica no assunto, são resumidos cinco índices de credibilidade presentes na literatura: o índice de credibilidade de Cecchetti e Krause (IC_{CK}); o índice de Sicsú (IC_S); o índice de Sicsú normalizado (IC_{SN}); o índice proposto por Nahon e Meurer (2005) (IC_P); e o índice Razão de Credibilidade (RC). Dentre estes, IC_{SN} e RC se mostraram mais razoáveis e compatíveis com a realidade brasileira e foram utilizados para a mensuração sugerida. Ainda, foi proposta uma alteração no IC_{SN} , que, por conta da particularidade da amostra analisada, não teve efeito algum no resultado, e uma segunda modificação no RC, que resultou em conclusão mais harmônica com a realidade da amostra.

Os resultados não foram homogêneos. Por um lado, o IC_{SN} atribuiu baixos níveis de credibilidade ao BC no Governo Dilma, com a exceção dos meses de junho e julho de 2012. Por outro, o RC caracterizou o mesmo BCB, sob o mesmo período, como altamente crível. Tal divergência de resultados é devida à forma de mensuração do RC e, por isso, uma leve mudança, gerando um RC^* , foi implementada e seu resultado se mostrou mais verossímil. Todavia, o RC^* obtido ainda classificou o Banco Central do Brasil, no período 2011 – 2016, com uma credibilidade superior à obtida pelo IC_{SN} .

INTRODUÇÃO

Durante aos recentes imbróglis políticos no país, em especial aquele que culminou no impeachment da ex-presidente Dilma Rousseff, muito foi discutido a respeito de sua governabilidade. Sob uma ótica objetiva, observou-se o declínio da estabilidade política e financeira. Nesse sentido, nota-se a oportunidade de quantificar a queda de tal estabilidade, bem como mensurar sua trajetória histórica recente.

Partindo da preocupação inicial de Kydland e Prescott (1977) e de Barro e Gordon (1983), a literatura econômica tem dado cada vez mais relevância e importância à credibilidade dos bancos centrais. Conforme afirma Razzak (2001), um banco central crível, capaz de manter a inflação e sua respectiva variância baixas por um longo período de tempo, reduz a correlação entre o crescimento da oferta de moeda e a inflação. Ainda, segundo Andersson e Berg (1995), uma alta credibilidade operacional do regime de metas de inflação é consequência da demonstração de competência do Banco Central na condução da política monetária em busca da meta anunciada.

Assim, utilizam-se aqui majoritariamente os trabalhos de Nahon e Meurer (2005), Mendonça (2004), Cecchetti e Krause (2002) e Sicsú (2002) para obter índices de mensuração capazes de averiguar o grau de credibilidade presente no Banco Central, presidido por Alexandre Tombini, entre janeiro de 2011 e maio de 2016. Os resultados obtidos, ainda que divergentes em certo ponto, concordam a respeito do declínio da credibilidade existente nos 17 meses finais do Governo Dilma.

A estrutura do trabalho se dá como a seguir: um primeiro capítulo sumariza a literatura econômica no assunto e assevera a respeito da importância que há num banco central crível. Adiante, o capítulo 2 busca apresentar alguns dos índices de mensuração de credibilidade disponíveis, bem como escolher quais deles são os mais indicados para o trabalho proposto. O capítulo 3 se dedica a aplicar os índices escolhidos no capítulo 2

ao Banco Central durante o Governo Dilma. Por fim, uma conclusão trata de resumir os resultados e finalizar o trabalho.

CAPÍTULO 1: A TEORIA DA CREDIBILIDADE

De acordo com Sachs e Larrain (1995), há na Macroeconomia um debate constante a respeito da magnitude do efeito que as principais políticas econômicas – fiscal e monetária – têm sobre as tendências gerais da economia. Nesse sentido, e ainda segundo os autores, a maioria dos macroeconomistas convergem no entendimento de que tanto mudanças no orçamento do governo quanto alterações na política monetária do Banco Central geram um efeito “grande e previsível” no comportamento do PIB, dos preços, do comércio internacional e de desemprego. Assim, nota-se em parte da literatura a crença de que o governo não somente é capaz, mas deve dirigir as políticas fiscal e monetária de forma a influenciar a trajetória econômica de um país. Não obstante, há economistas que consideram as relações entre política e economia como instáveis e imprevisíveis, não sendo, assim, base confiável para a direção da economia.

Abstendo-nos do debate acerca do quão intervencionista o Estado deve ser sem prejudicar a economia, admitamos, ao menos, a não aceitação total da Lei de Say e dos mercados autorreguláveis. De tal forma, não consideraremos que o papel do Estado como desnecessário, como defendia David Ricardo – um dos defensores dos postulados de Say –, já que haverá a necessidade de intervenção no objetivo de alcançar uma melhor alocação dos recursos em certa economia. Consideremos, ainda, que o pleno emprego – no sentido utilizado por Keynes (1936) – é um estágio muito difícil de ser alcançado e preservado nas economias capitalistas de livre mercado. Tal premissa implica a não aceitação da chamada dicotomia clássica, ou ideia de que a moeda é apenas um véu, um mero meio de trocas. Ou, ainda, a não aceitação da hipótese de Friedman (1968) e Lucas (1972) de que apenas o componente não antecipado da política monetária tem efeitos reais. O controle da política monetária tem não apenas um papel passivo no controle da economia, mas é capaz de afetar sistematicamente as variáveis reais.

Uma vez estabelecido o posicionamento frente à Lei de Say e à dicotomia clássica, é possível que se vá ao encontro do que foi dito em Sachs e Larrain (1995) a respeito da capacidade que o governo tem de influenciar a trajetória da economia através de suas políticas. Se há, por exemplo, baixos níveis de atividade, o governo é capaz de diminuir tributos e lançar incentivos fiscais que serão capazes de estimular a economia. Ainda, se é observado um elevado nível de inflação, o governo pode valer-se, através de seu Banco Central, de medidas que visem reduzir a quantidade de moeda de circulação, como aumento de juros, da taxa de redesconto e do percentual de depósito compulsório exigido dos bancos comerciais.

Em que pese a possibilidade de intervenção governamental, há, de igual modo, a possibilidade do questionamento da efetividade desta. No âmbito da política fiscal, por exemplo, a tese da equivalência ricardiana (ou proposição Ricardo-Barro) conclui a respeito da baixa efetividade de ambos o déficit governamental e a dívida pública sobre o nível de atividade de uma economia. De acordo com a proposição, os autores creem que a substituição de impostos por dívida, se não acompanhada de uma redução dos gastos do governo, pouco refletirá na atividade econômica. Os indivíduos, observando a redução de impostos atrelada à manutenção do nível de gastos governamentais, são levados a crer que tal situação não será sustentável a longo prazo e que o governo está apenas adiando a cobrança tributária. Assim, cientes da subida dos impostos futuros, os indivíduos, em vez de utilizarem a parcela da renda disponível pela isenção do tributo para consumo – o que expandiria a economia –, aumentam sua poupança através da aquisição de títulos de dívida pública.

Nota-se, então, que os indivíduos têm a capacidade, ainda que esta não seja embasada em algum conhecimento técnico, de interpretar a política econômica do governo, julgando-a a seguir. Hipótese que está em consonância com os postulados da hipótese das expectativas racionais, qual seja, que os agentes econômicos conhecem o verdadeiro “modelo” de funcionamento da economia. Ainda, tal capacidade é potencializada se há a percepção de um padrão nas atitudes governamentais. À luz do exemplo da equivalência ricardiana, se o governo repete por alguns anos seguidos a redução de impostos no começo do ano e o aumento dos mesmos no final do

período, a validade da proposição de Ricardo e Barro passa a ser cada vez mais factível, já que o consumidor antecipa a atitude governamental de acordo com padrões previamente estabelecidos.

Paralelamente ao exemplo da política fiscal, à política monetária do governo, a partir da análise de um comportamento padronizado, pode ser atribuída alta ou baixa credibilidade. A preocupação com o tema é evidenciada na literatura econômica em trabalhos como os de Kydland e Prescott (1977) e de Barro e Gordon (1983), nos quais o problema da inconsistência temporal é formalizado. Tal problema resulta da possibilidade de o banco central, uma vez que os agentes econômicos tenham formado suas expectativas no sentido de uma manutenção do baixo nível de inflação, promover uma queda no desemprego para abaixo da taxa natural às custas de elevação inflacionária. Tem-se, a partir de tal hipótese de comportamento do banco central, a inconsistência da política monetária no tempo, que por sua vez produz um viés inflacionário. Na busca pelo fim do problema da inconsistência temporal, que é capaz de reduzir significativamente a credibilidade de um banco central, a proposta de Friedman (1968)¹ para a adoção de uma política monetária baseada em regras, em detrimento da discricionariedade, passa a ser cada vez mais implementada nos bancos centrais pelo mundo, ainda que as regras atuais não guardem semelhança com a proposta original de Friedman, que propunha um crescimento anual fixo da base monetária (Nahon e Meurer, 2005).

Diante da adoção de uma política monetária atrelada a regras, os agentes econômicos, menos expostos a variações inesperadas por parte do banco central, formam suas expectativas de maneira mais segura, uma vez que a inflação proposta pela autoridade monetária passa a ser seguida com maior rigidez institucional. Assim, a congruência entre a inflação desejada do banco central e a esperada pelo mercado passa a ser cada vez maior,

¹ Na interpretação friedmaniana, os agentes são dotados de expectativas adaptativas, por conseguinte, a melhor forma de eliminar um distúrbio na economia seria resultado da total confiança dos agentes econômicos em relação ao comportamento médio dos preços no futuro.

denotando um aumento da credibilidade do BC. Por ser útil na diminuição do problema da inconsistência temporal, a credibilidade pode ser vista como peça chave na condução da política monetária (Nahon e Meurer, 2005). Ainda, a importância da credibilidade de autoridade monetária é justificada por Mendonça (2004) através da capacidade que um banco central crível tem de reduzir a inflação a um custo menor. Em paralelo, Blinder (1999) julga credibilidade como importante, já que esta ajuda a manter a inflação baixa e diminui os custos da desinflação em termos de produto real, já que uma política monetária restritiva passa a ser menos necessária. Ainda, Svensson (2000) vai ao encontro de Blinder no que diz respeito ao baixo custo de desinflação em termos de produto real, e contribui com a literatura ao notar que, quando a expectativa de inflação do mercado está próxima à meta atribuída, é eliminada a expectativa como fonte de distúrbios inflacionários.

De acordo com Mendonça (2004), para que se desenvolva a credibilidade, é necessário, de antemão, que o responsável pela condução da política monetária conquiste reputação junto ao mercado, para que os agentes acreditem que a política anunciada será realmente implementada e façam suas previsões com base nos anúncios do banco central. No mesmo sentido, Andersson e Berg (1995) observam que uma alta credibilidade operacional do regime de metas de inflação é consequência da demonstração de competência do Banco Central na condução da política monetária em busca da meta anunciada. Por sua vez, Razzak (2001) afirma que um banco central crível, que mantém a inflação e a respectiva variância baixas por um longo período de tempo, reduz a correlação entre o crescimento da oferta de moeda e a inflação. Em adição, o professor José Roberto Novaes de Almeida (2009) crê que a capacidade de persuasão de um presidente de banco central é fundamental não só para a política monetária, mas também para o bom funcionamento da instituição.

Até o princípio dos anos 70, a política monetária era entendida como um instrumento de política econômica que deveria ser utilizado tendo como principal objetivo a sustentação de elevados níveis de emprego. Porém, a partir de meados dos anos 80, o principal objetivo da política monetária tornou-se a busca da estabilidade dos preços (Mendonça, 2002). No Brasil, na tentativa de avançar na obtenção de sua credibilidade junto ao mercado e

à sociedade, o Banco Central adota formalmente, desde a edição do Decreto 3.088, de 21 de junho 1999, o sistema de metas de inflação. Importante destacar, porém, que o Brasil só adotou o sistema de metas a partir do colapso da âncora cambial. Repetindo o padrão de outras economias que mudaram para esse sistema mais impelidos pelas condições conjunturais do que por uma decisão planejada.

Um dos objetivos centrais do regime de metas é ancorar as expectativas de mercado que, de forma geral, orientam o processo de formação de preços na economia. Na medida em que o BCB anuncia sua estratégia de política monetária e comunica a avaliação das condições econômicas, os mercados têm melhores condições de compreender o padrão de resposta da política monetária aos desenvolvimentos econômicos e aos choques. Com isso, o prêmio de risco dos ativos financeiros diminui. Os movimentos de política monetária passam a ser mais previsíveis para o mercado no médio prazo e as expectativas de inflação podem ser formadas com mais eficiência e precisão. A partir do momento em que a política monetária ganha credibilidade, os reajustes de preços tendem a ser próximos à meta.

Segundo publicação do próprio Banco Central do Brasil, tal regime é caracterizado por alguns elementos básicos, quais sejam: o conhecimento público das metas; o comprometimento institucional com a estabilidade de preços como objetivo primordial da política monetária; transparência na comunicação dos planos, objetivos e justificativas para cada tomada de decisão; e a adoção de mecanismos que tornem a autoridade monetária responsável pelo cumprimento das metas estipuladas.

Nota-se, a partir das premissas básicas do regime de metas de inflação brasileiro, certa congruência com a literatura internacional sobre o tema. Os estudos de Walsh (1995) e Svensson (1997), enquadrados respectivamente na “segunda e terceira gerações” da análise de independência dos bancos centrais (Mendonça, 2002), têm em comum a introdução dos contratos ótimos entre o BC e o governo, tendo como base a teoria agente-principal. Nesse sentido, há um agente – o banco central – e vários principais – os indivíduos da sociedade. Os indivíduos não são capazes de escolher os diretores do BC, mas podem eleger os governantes

que, por sua vez, escolhem o presidente do banco central. Há, portanto, uma situação de agente-principal multilinear. Nessa toada, Bain, Aresits e Howells (1996) argumentam que a independência do banco central deve ser limitada, de forma que os responsáveis pela condução da política monetária não fujam de forma abrupta daquilo que os indivíduos esperam que ocorra, em termos econômicos, quando elegem seus representantes. Paralelamente, McCallum (1995) e Walsh (1995) creem que, atrelado à independência limitada do BC, deve haver um conjunto ótimo de penalidades estipuladas previamente para que o contrato do banco central com a sociedade e o governo tenha credibilidade.

Sob a ótica do comprometimento institucional, da transparência e da responsabilização dos responsáveis pela condução da política monetária, Rymes (1995-96), no objetivo de evitar que a autoridade monetária se torne autocrática, assevera que a relação agente-principal deve ser constantemente balanceada por um processo de *accountability*. De tal forma, cabe ao banco central prestar contas ao governo e à sociedade a respeito de suas ações e seus resultados obtidos. No caso brasileiro, as Cartas Abertas do presidente do BCB ao Ministro da Fazenda, que são devidas quando a inflação rompe os limites de tolerância, sinalizam a existência de processo de *accountability* como o defendido por Rymes. Tais Cartas devem conter as razões para o descumprimento do meta, assim como as providências tomadas para o retorno à trajetória previamente estipulada. Desde a adoção do regime de metas, em 1999, foram enviadas Cartas Abertas referentes às inflações de 2001, 2002, 2003 e 2015.

Ainda, há no “contrato” firmado entre o Banco Central do Brasil junto ao governo e à sociedade a existência de “cláusulas de escape” – situações que justificam o não cumprimento das metas. Tal instrumento permite que a autoridade monetária detenha a flexibilidade necessária para neutralizar choques inesperados e, por certo tempo, desviar da meta que fora estabelecida, desde que exista um esclarecimento público das razões para tal desvio (Neves e Oreiro, 2008).

Uma vez estabelecida a teoria das metas de inflação e as particularidades do caso nacional, é útil que tal estratégia de condução da política econômica seja contextualizada desde sua instituição até os dias

atuais. Como visto, o regime de metas passa a ser implementado na macroeconomia brasileira a partir de 1999, sendo um dos pilares do chamado “tripé macroeconômico”, que conta ainda com as premissas de sanidade fiscal – denotada pelo superávit primário – e câmbio flutuante. Desde sua implementação, sob a proposição de que “a estabilidade abre o caminho para o crescimento” (Mendonça de Barros, 2012), o conjunto de políticas do tripé foi rigidamente mantido até o surgimento da crise internacional de 2008 (Leite e Reis, 2013), passando, então, pelos governos Fernando Henrique Cardoso e Lula.

A partir de um cenário econômico reconhecidamente frágil, em decorrência dos acontecimentos de 2008, a premissa de superávit primário, essencial para o tripé, passa a ser atenuada pelo governo brasileiro na tentativa de estabelecer uma política econômica anticíclica e reaquecer a economia. Por sua vez, no âmbito monetário, a política de combate à inflação através do estabelecimento de metas foi mantida de forma rígida, com o governo valendo-se da elevação da taxa básica de juros – Selic – para o atingimento do objetivo.

Mais à frente, a partir do primeiro mandato de Dilma, em 2011, o governo passa a flexibilizar o tripé macroeconômico a fim de adequá-lo à realidade econômica mundial. De tal forma, surge a chamada “nova matriz econômica”, baseada em juros baixos, câmbio desvalorizado e superávit primário de acordo com as necessidades da economia. Em outras palavras, caso o governo julgasse necessário um reaquecimento da economia, usaria de um orçamento deficitário para realizar a injeção cabível – como de fato o fez. Acerca dos juros, nota-se no governo Dilma o nível mínimo da taxa Selic em toda sua série histórica com o atingimento de 7,12% ao ano nos primórdios de 2013.

Portanto, é notado que os cenários econômicos dos governos Fernando Henrique e Lula em muito diferem do governo Dilma. De forma explícita, a recente crise financeira mundial foi capaz de influenciar o rumo da política econômica do governo, de modo que as visões sobre temas como orçamento público e inflação também passam a ser divergentes. Não obstante, nota-se entre os três governos citados a permanência de um regime de metas de inflação, ainda que o modo com o qual se busca atingir a

meta seja diferente. Tendo em vista que o alcance constante dos objetivos estipulados é fator predominante na mensuração do grau de confiabilidade de um banco central e de seu governo, os capítulos subsequentes buscarão avaliar a credibilidade atingida pelo Banco Central do Brasil no governo Dilma Russef, desde seu início em 2011 até seu fim antecipado, em 2016.

O capítulo 2 busca resumir as formas de mensuração da credibilidade dos bancos centrais, bem como visa encontrar a forma ideal para a medição proposta neste trabalho. O capítulo 3, por fim, será dedicado à aplicação da mensuração mais adequada, encontrada no capítulo 2, ao governo Dilma.

CAPÍTULO 2: A MENSURAÇÃO DA CREDIBILIDADE

Convencidos da importância que há na credibilidade de um banco central – pressupondo que o capítulo 1 foi eficaz em sua proposta –, cabe-nos encontrar a melhor forma de mensurar tal característica. Há nessa tarefa o desafio de objetivar algo eminentemente subjetivo, uma vez que a percepção da credibilidade de um indivíduo – ou de um ente público, como é o caso – tende a variar de acordo com o avaliador.

Com o intuito de transformar a credibilidade de um banco central em algo objetivo, Svensson (2000, p. 22) sumariza a definição dominante de credibilidade que há na literatura econômica:

For a central bank with an explicit inflation target, it is then natural to define credibility as private inflation expectations coinciding with the inflation target, and to let deviations of private inflation expectations from the inflation target indicate a lack of credibility information (both when inflation expectations are above and below the target). (SVENSSON, 2002, p. 22)

A quantificação da credibilidade tem sido encontrada na economia através da criação de índices que relacionam a proposta explicitada pelo banco central e as expectativas que existem no mercado privado. Nesse sentido, Nahon e Meurer (2005) e Mendonça (2004) fornecem de forma eficaz os principais índices de mensuração disponíveis na literatura.

O artigo de Cecchetti e Krause (2002), que tem como finalidade a avaliação da eficiência, transparência e credibilidade de bancos centrais de 24 países, sugere um índice que toma valor 1 se a expectativa de inflação for igual ou inferior à meta e valor 0 se a expectativa de inflação for igual ou superior a 20%. No caso em que a expectativa esteja entre os dois extremos, os autores sugerem que o índice caia linearmente. Portanto, o índice varia entre 0 – credibilidade nula – e 1 – credibilidade máxima.

O índice de credibilidade de Cecchetti e Krause (IC_{CK}) pode ser disposto da seguinte forma:

$$IC_{CK} = \begin{cases} 1 & \text{se } E(\pi) \leq \pi_t \\ 1 - \frac{1}{20 - \pi_t} [E(\pi) - \pi_t] & \text{se } \pi_t < E(\pi) < 20\% \\ 0 & \text{se } E(\pi) \geq 20\% \end{cases}$$

onde $E(\pi)$ é a expectativa de inflação do mercado e π_t é a meta central de inflação estabelecida pelo Banco Central.

Por sua vez, Sicsú (2002) parte da seguinte compreensão de credibilidade para a elaboração de seu índice:

Se um objetivo de política econômica é crível, isto significa que o mercado acredita que pode ser alcançado. Então, 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. (SICSÚ, 2002, p. 3)

De tal forma, o índice proposto pelo autor assume valores no intervalo $[-\infty, 100]$. Quando o índice se aproxima de 100, a expectativa do mercado é tida como congruente com a meta central estipulada pela autoridade monetária. Por outro lado, quando o índice torna-se negativo, o senso comum no mercado é no sentido de desrespeito aos limites de flutuação da inflação, de maneira que há o convencimento de que a meta não será obtida.

A estrutura do índice de credibilidade de Sicsú (IC_S) pode ser apresentada como a seguir:

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

onde $E(\pi)$ é a expectativa de inflação do mercado, π_t é a meta central de inflação estabelecida pelo Banco Central e π_{tMAX}^* é o limite máximo da mesma.

De acordo com Mendonça (2004), o limite inferior ($-\infty$) do índice proposto por Sicsú (2002) se mostra inadequado para aplicação em análises

envolvendo variáveis macroeconômicas. Assim, a fim de eliminar tal imprecisão, o autor segue a sugestão de Svensson (2000) e propõe a normalização do índice de Sicsú para o intervalo [0,1]. De tal forma, o índice de credibilidade de Sicsú normalizado (IC_{SN}) assume a seguinte disposição:

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

onde $E(\pi)$ é a expectativa de inflação do mercado, π_t é a meta central de inflação estabelecida pelo Banco Central e os π_t^* são os limites máximo e mínimo para a inflação, de acordo com o intervalo de tolerância em torno da meta.

Assim, o índice de credibilidade possui valor igual a 1 quando a inflação anual esperada ($E(\pi)$) é igual à meta central e decresce de forma linear – de forma análoga ao índice de Cecchetti e Krause (IC_{CK}) – à medida que a expectativa inflacionária se desvia da meta anunciada. Portanto, o índice apresenta valor entre 0 e 1 se a inflação esperada estiver dentro dos limites máximo e mínimo (π_t^*) estabelecidos para cada ano e assume valor 0 quando a inflação esperada ultrapassa um desses limites.

Em seu artigo, Nahon e Meurer (2005) propõem duas formas adicionais de mensuração. A primeira proposta segue o padrão do índice de Sicsú normalizado (IC_{SN}), com algumas alterações importantes. Em primeiro lugar, a credibilidade atingiria valor máximo – 1 – caso a expectativa do mercado estivesse dentro do intervalo de flutuação em torno da meta. Ou seja, caso o mercado espere uma inflação que esteja abaixo da banda superior admitida pelo banco central, o índice proposto pelos autores (denotado como IC_P) atribuirá o valor máximo para a credibilidade da autoridade monetária. O limite tido como “aceitável” para a inflação segue o que foi estipulado em Cecchetti e Krause (2002): uma inflação máxima de 20% ao ano. Se a expectativa do mercado se situa entre a banda máxima admitida pelo BC e uma inflação de 20%, a credibilidade do banco central será reduzida de forma linear. Em último caso, se a expectativa de inflação

for igual ou superior a 20%, entende-se que a inflação está fora do controle da autoridade monetária, que tem sua credibilidade reduzida a 0.

Tal índice proposto pelos autores (IC_P) é exposto a seguir:

$$IC_P = \begin{cases} 1 & \text{se } E(\pi) \leq \pi_{iMAX}^* \\ 1 - \frac{1}{\pi_{iMAX}^* - \pi_t} [E(\pi) - \pi_{iMAX}^*] & \text{se } \pi_{iMAX}^* < E(\pi) < 20\% \\ 0 & \text{se } E(\pi) \geq 20\% \end{cases}$$

A segunda forma de mensuração alternativa se baseia no simples cálculo da razão entre o limite superior da meta de inflação do banco central e a expectativa do mercado. Pela sua forma de cálculo, tal índice é chamado de Razão de Credibilidade, e é denotado, para qualquer valor de meta e de expectativa, como:

$$RC = \frac{\pi_{iMAX}^*}{E(\pi)}$$

Assim, a credibilidade será máxima caso a expectativa seja igual ao limite superior. Por outro lado, quão maior for a inflação esperada pelo mercado, menor será a credibilidade medida pelo índice. No extremo, se a expectativa tender ao infinito, a credibilidade tenderá a 0.

Dentre os cinco índices dispostos no capítulo, é necessário julgar qual seria o mais adequado para a aplicação no Governo Dilma, como é o objetivo do trabalho.

Entendo que o índice de credibilidade de Cecchetti e Krause (IC_{CK}) e o índice de credibilidade proposto por Nahon e Meurer (IC_P) não sejam os que melhor denotariam a credibilidade do Banco Central do Brasil durante o período observado. Ambos os índices resultariam em altos níveis de credibilidade, já que a metodologia dos dois atribui valor 0 somente no caso de uma expectativa de inflação superior a 20%, o que, durante o Governo Dilma, não ocorreu vez alguma.

A respeito do índice de credibilidade de Sicsú (IC_S), a objeção de Mendonça (2004) a respeito do limite inferior proposto parece ser suficiente para que este não seja o escolhido neste trabalho.

Restam, portanto, o índice de credibilidade de Sicsú normalizado (IC_{SN}) e a Razão de Credibilidade (RC). A fim de obtermos dois resultados distintos, o que nos dará a possibilidade de comparação ao final do trabalho, ambos serão aplicados no capítulo seguinte.

Todavia, proponho uma alteração no IC_{SN} . Como visto, tal medida implica credibilidade nula caso a expectativa do mercado seja maior que o limite superior ou, ainda, menor que o limite inferior estipulado pelo BC. Não obstante uma inflação exageradamente baixa seja, de fato, objeto de preocupação dos bancos centrais pelo mundo – como é o caso do Japão –, o histórico inflacionário brasileiro é repleto de casos de hiperinflação e, sobretudo na década de 1980, a elevação constante dos preços relativos trouxe à população e ao governo uma grande aversão à inflação, que foi ineficazmente combatida por planos de estabilização anteriores ao Plano Real. Portanto, propõe-se, para o caso brasileiro, que uma inflação obtida abaixo do limite inferior não seja fruto de um banco central com credibilidade nula, mas de um que pode ser dito tão crível quanto aquele que atinge o centro da meta. De fato, tal mudança não foi capaz de alterar os resultados obtidos – como será visto no capítulo 3 – já que não houve mês algum no qual a expectativa de inflação do mercado fosse inferior ao limite de baixo estipulado pelo Banco Central.

Assim, o capítulo seguinte medirá a credibilidade do Banco Central do Brasil durante o Governo Dilma valendo-se da Razão de Credibilidade (RC) proposta por Nahon e Meurer (2005) e do índice de credibilidade de Sicsú normalizado (IC_{SN}) proposto por Mendonça (2004), com a alteração da interpretação no caso de uma expectativa abaixo do limite mínimo proposto.

CAPÍTULO 3: A CREDIBILIDADE DO BANCO CENTRAL NO GOVERNO DILMA (2011 – 2016)

Uma vez escolhidos os índices de credibilidade mais adequados para a análise proposta, resta-nos a aplicação destes com a utilização dos dados disponíveis sobre o período de 2011 a 2016, no qual vigeu o Governo Dilma. Para tanto, utilizaremos o Histórico de Metas de Inflação para o Brasil – disponível no site do Banco Central do Brasil – para sabermos a meta central de inflação, bem como os limites inferior e superior para cada ano. Para a obtenção das expectativas do mercado, o Relatório Focus, um boletim semanal contendo as expectativas que o mercado tem para diversos índices econômicos, parece ser o ideal. O Relatório também é disponibilizado no site do BCB.

Ao confrontarmos as metas de inflação com as expectativas do mercado, nos deparamos com a necessidade de adequação dos dados. Por um lado, a definição das metas de inflação é feita de forma anual; por outro, o Relatório Focus tem periodicidade semanal. A solução de igualar a frequência do relatório à das metas de inflação, considerando uma única veiculação das expectativas por ano, enfraqueceria consideravelmente a análise do trabalho. Portanto, é coerente que sigamos a forma de análise que há em Cecchetti e Krause (2002) e Sicsú (2002), já que estes autores fazem um balanço mensal da credibilidade. Assim, consideraremos o último Relatório Focus de cada mês durante o Governo Dilma, a fim de observarmos a reação do mercado frente aos acontecimentos do mês em questão.

Ainda, o critério de Mendonça (2004) para a definição de uma credibilidade alta ou baixa será mantido: meses que denotem um valor igual ou superior a 0,7 serão considerados como de alta credibilidade para o Banco Central.

As metas para o período analisado se mantiveram constantes. De 2011 a 2016, o Conselho Monetário Nacional – CMN, responsável pela determinação da meta de inflação – manteve centro da meta em 4,5%, com uma banda de 2%. Assim, a meta de inflação, considerando os limites disponíveis, estaria entre 2,5% e 6,5%. O índice oficial utilizado pelo governo, e que será considerado no trabalho, é o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado mensalmente pelo IBGE desde janeiro de 1980. A tabela a seguir, disponível no site do Banco Central do Brasil, resume as metas de inflação de 1999 a 2016.

Histórico de Metas para a Inflação no Brasil

Ano	Norma	Data	Meta (%)	Banda (p.p.)	Limites Inferior e Superior (%)
1999			8	2	6-10
2000	Resolução 2.615	30/6/1999	6	2	4-8
2001			4	2	2-6
2002	Resolução 2.744	28/6/2000	3,5	2	1,5-5,5
2003 ^{1/}	Resolução 2.842	28/6/2001	3,25	2	1,25-5,25
	Resolução 2.972	27/6/2002	4	2,5	1,5-6,5
2004 ^{1/}	Resolução 2.972	27/6/2002	3,75	2,5	1,25-6,25
	Resolução 3.108	25/6/2003	5,5	2,5	3-8
2005	Resolução 3.108	25/6/2003	4,5	2,5	2-7
2006	Resolução 3.210	30/6/2004	4,5	2	2,5-6,5
2007	Resolução 3.291	23/6/2005	4,5	2	2,5-6,5
2008	Resolução 3.378	29/6/2006	4,5	2	2,5-6,5
2009	Resolução 3.463	26/6/2007	4,5	2	2,5-6,5
2010	Resolução 3.584	1/7/2008	4,5	2	2,5-6,5
2011	Resolução 3.748	30/6/2009	4,5	2	2,5-6,5
2012	Resolução 3.880	22/6/2010	4,5	2	2,5-6,5
2013	Resolução 3.991	30/6/2011	4,5	2	2,5-6,5
2014	Resolução 4.095	28/6/2012	4,5	2	2,5-6,5
2015	Resolução 4.237	28/6/2013	4,5	2	2,5-6,5
2016	Resolução 4.345	25/6/2014	4,5	2	2,5-6,5

Fonte: Banco Central do Brasil²

Divulgado a cada segunda feira, o Relatório Focus apresenta resultados da pesquisa de expectativas de cerca de 120 bancos, gestores de recursos e empresas do setor real, distribuidoras e corretoras de valores mobiliários e consultorias financeiras para a economia brasileira. Sumarizando as expectativas de tais agentes, o BCB divulga a mediana das expectativas, já que essa medida é menos sensível a oscilações bruscas nas extremidades. Com o exemplo da última divulgação do mês de janeiro de 2011, primeiro mês sob o Governo Dilma, pode-se observar o leiaute apresentado pelo Relatório:

² www.bcb.gov.br/Pec/metas/TabelaMetaseResultados.pdf

Mediana - agregado	Expectativas de Mercado					
	2011			2012		
	Há 4 semanas	Há 1 semana	Hoje	Há 4 semanas	Há 1 semana	Hoje
IPCA (%)	5,32	5,53	5,64	4,50	4,54	4,70
IGP-DI (%)	5,50	5,85	5,96	4,50	4,50	4,52
IGP-M (%)	5,54	5,77	5,96	4,50	4,50	4,50
IPC-Fipe (%)	4,91	4,90	4,96	4,50	4,50	4,59
Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$)	1,75	1,75	1,75	1,80	1,80	1,80
Taxa de câmbio - média do período (R\$/US\$)	1,72	1,72	1,71	1,79	1,79	1,77
Meta Taxa Selic - fim de período (%a.a.)	12,25	12,25	12,50	10,75	11,00	11,00
Meta Taxa Selic - média do período (%a.a.)	12,06	12,06	12,22	11,25	11,50	11,52
Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB)	39,70	39,30	39,10	38,00	37,80	37,80
PIB (% do crescimento)	4,50	4,50	4,60	4,50	4,50	4,50
Produção Industrial (% do crescimento)	5,30	5,02	5,03	5,00	5,00	5,00
Conta Corrente (US\$ Bilhões)	-67,94	-67,00	-67,87	-69,50	-68,76	-68,90
Balança Comercial (US\$ Bilhões)	8,00	9,27	9,52	5,00	5,20	5,00
Invest. Estrangeiro Direto (US\$ Bilhões)	39,50	40,00	40,00	42,00	41,00	42,19
Preços Administrados (%)	4,50	4,40	4,40	4,50	4,50	4,50

* comportamento dos indicadores desde o último Relatório de Mercado; os valores entre parênteses expressam o número de semanas em que vem ocorrendo o último comportamento

(▲ aumento, ▼ diminuição ou = estabilidade)

Fonte: Banco Central do Brasil³

³ www.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/readout.asp

Como estamos interessados na expectativa do mercado para a inflação do ano corrente, devemos nos ater à coluna “Hoje”, sob o ano de 2011, para o IPCA. No exemplo, o mercado prevê uma inflação de 5,64% para o ano em questão, enquanto o CMN estipulou o centro da meta em 4,5%, com um limite superior de 6,5%. Portanto a expectativa do mercado estaria contida dentro dos limites da meta.

A tabela a seguir sumariza as expectativas do mercado, segundo o Relatório Focus, durante todo o Governo Dilma. Foi considerado o período de janeiro de 2011, data da posse, a maio de 2016, quando a então presidente foi afastada de seu cargo. Não obstante a efetivação do impeachment tenha ocorrido somente no final de agosto, o afastamento provisório em maio se mostra suficiente para considerarmos o final do governo da ex-presidente, já que o presidente Temer, então interino, passou a moldar sua equipe desde antes de sua posse oficial, o que incluiu a mudança na presidência do Banco Central do Brasil, que fora chefiado por Alexandre Tombini durante todo o Governo Dilma e agora é presidido por Ilan Goldfajn.

Tabela 1: Metas, limites e expectativas de inflação durante o governo Dilma

Mês	Expectativa	Meta	Limite inferior	Limite superior
jan/11	5,64	4,5	2,5	6,5
fev/11	5,8	4,5	2,5	6,5
mar/11	6	4,5	2,5	6,5
abr/11	6,37	4,5	2,5	6,5
mai/11	6,23	4,5	2,5	6,5
jun/11	6,16	4,5	2,5	6,5
jul/11	6,31	4,5	2,5	6,5
ago/11	6,31	4,5	2,5	6,5
set/11	6,52	4,5	2,5	6,5
out/11	6,5	4,5	2,5	6,5
nov/11	6,49	4,5	2,5	6,5
dez/11	6,55	4,5	2,5	6,5
jan/12	5,28	4,5	2,5	6,5
fev/12	5,24	4,5	2,5	6,5
mar/12	5,27	4,5	2,5	6,5
abr/12	5,12	4,5	2,5	6,5
mai/12	5,17	4,5	2,5	6,5
jun/12	4,93	4,5	2,5	6,5

jul/12	4,98	4,5	2,5	6,5
ago/12	5,2	4,5	2,5	6,5
set/12	5,36	4,5	2,5	6,5
out/12	5,45	4,5	2,5	6,5
nov/12	5,43	4,5	2,5	6,5
dez/12	5,71	4,5	2,5	6,5
jan/13	5,67	4,5	2,5	6,5
fev/13	5,69	4,5	2,5	6,5
mar/13	5,71	4,5	2,5	6,5
abr/13	5,71	4,5	2,5	6,5
mai/13	5,8	4,5	2,5	6,5
jun/13	5,87	4,5	2,5	6,5
jul/13	5,75	4,5	2,5	6,5
ago/13	5,83	4,5	2,5	6,5
set/13	5,82	4,5	2,5	6,5
out/13	5,83	4,5	2,5	6,5
nov/13	5,81	4,5	2,5	6,5
dez/13	5,73	4,5	2,5	6,5
jan/14	6	4,5	2,5	6,5
fev/14	6	4,5	2,5	6,5
mar/14	6,3	4,5	2,5	6,5
abr/14	6,5	4,5	2,5	6,5
mai/14	6,47	4,5	2,5	6,5
jun/14	6,46	4,5	2,5	6,5
jul/14	6,41	4,5	2,5	6,5
ago/14	6,27	4,5	2,5	6,5
set/14	6,31	4,5	2,5	6,5
out/14	6,45	4,5	2,5	6,5
nov/14	6,43	4,5	2,5	6,5
dez/14	6,38	4,5	2,5	6,5
jan/15	7,01	4,5	2,5	6,5
fev/15	7,47	4,5	2,5	6,5
mar/15	8,13	4,5	2,5	6,5
abr/15	8,26	4,5	2,5	6,5
mai/15	8,39	4,5	2,5	6,5
jun/15	9	4,5	2,5	6,5
jul/15	9,25	4,5	2,5	6,5
ago/15	9,28	4,5	2,5	6,5
set/15	9,46	4,5	2,5	6,5
out/15	9,91	4,5	2,5	6,5
nov/15	10,38	4,5	2,5	6,5
dez/15	10,72	4,5	2,5	6,5
jan/16	7,26	4,5	2,5	6,5
fev/16	7,57	4,5	2,5	6,5
mar/16	7,31	4,5	2,5	6,5
abr/16	6,94	4,5	2,5	6,5

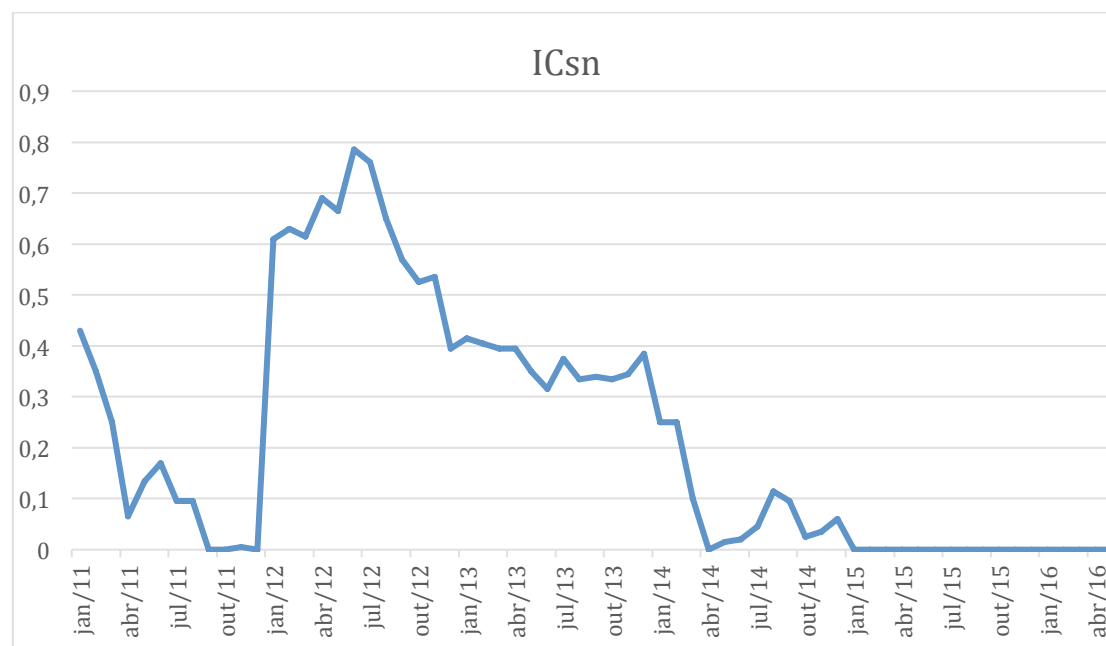
mai/16	7,06	4,5	2,5	6,5
--------	------	-----	-----	-----

Fonte: Elaboração própria utilizando dados do BC/FOCUS.

De antemão, antes da mensuração pelos moldes dos índices escolhidos no capítulo 2, pode-se observar que, dos 65 meses observados, 19 – os em vermelho – tiveram expectativas que superaram o limite superior estipulado pelo CMN. Os demais, ainda que tenham se mantido dentro da tolerância de 2%, superaram o centro da meta. Em nenhum dos meses da vigência do Governo Dilma a expectativa do mercado foi igual ou inferior aos 4,5% estabelecidos como o centro da meta.

Passemos à mensuração propriamente dita. Como visto no capítulo 2, o índice de credibilidade de Sicsú normalizado (IC_{SN}) atribui credibilidade total ao banco central que tem o centro de sua meta compatível com as expectativas do mercado. No período analisado, não foi observada ocorrência alguma nesse sentido. Pelo contrário, a expectativa do mercado foi superior ao centro da meta em todos os meses. Ainda, o IC_{SN} denota credibilidade nula se a expectativa dos agentes ultrapassa o limite superior, o que, como visto, ocorreu em 19 dos 65 meses observados. Após a mensuração da credibilidade do BCB durante o Governo Dilma, foi obtido o gráfico a seguir.

Gráfico 1 - IC_{SN} aplicado ao governo Dilma

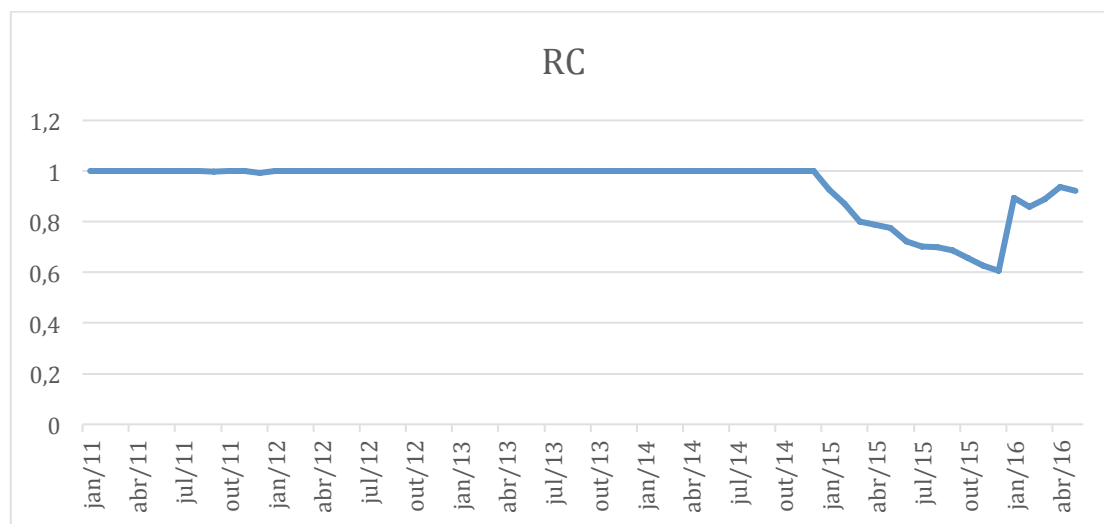


Fonte: Elaboração própria usando dados da Tabela 1.

De acordo com o critério estabelecido, segundo o qual um banco central é dito crível se seu índice de credibilidade for superior a 0,7, o Governo Dilma, sob a análise do índice de credibilidade de Sicsú normalizado, possuiu alta credibilidade durante 2 dos seus 65 meses, a saber: junho e julho de 2012. Por outro lado, segundo o mesmo índice, possuiu credibilidade nula por 21 meses, sendo que, destes, 17 ocorreram de forma consecutiva, de janeiro de 2015 a maio de 2016. A sugestão realizada no capítulo 2, que classificaria um banco central como sendo de alta credibilidade se as expectativas do mercado fossem inferiores ao limite mais baixo permitido, não será posta em prática, uma vez que tal fato não ocorreu vez alguma durante o período em questão.

A seguir, foi medida a credibilidade do mesmo governo sob o índice denominado Razão de Credibilidade (RC), proposto por Nahon e Meurer (2005). O resultado obtido, demonstrado no Gráfico 2, chama a atenção quando comparado ao resultado oriundo do IC_{SN}. Enquanto este obteve alta credibilidade em apenas 2 meses, o RC teve um alto grau de credibilidade como resultado majoritário para o mesmo período.

Gráfico 2 – RC aplicado ao governo Dilma



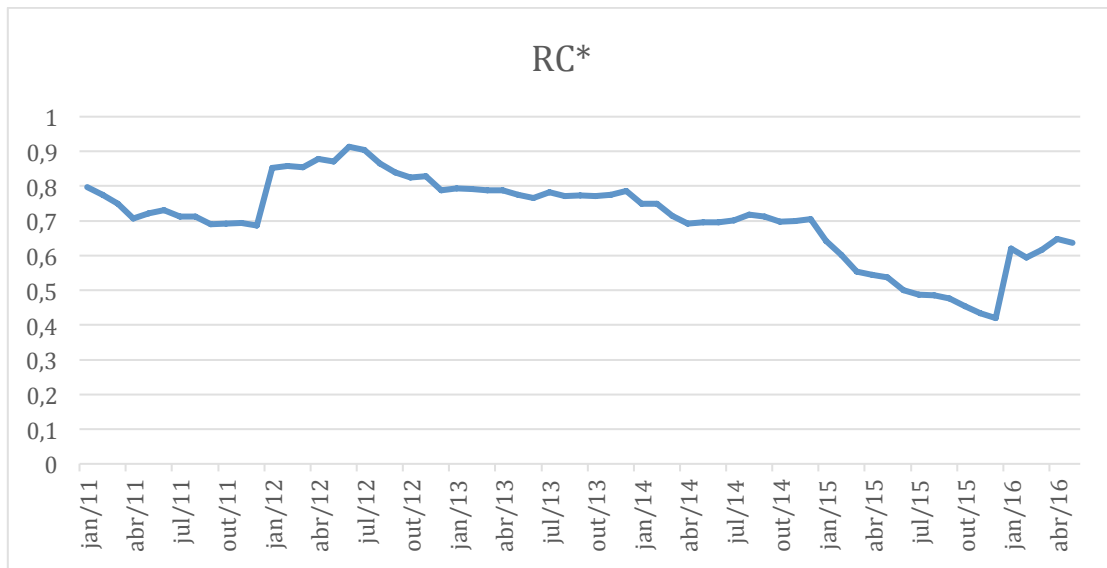
Fonte: Elaboração própria usando dados da Tabela 1.

Tal resultado deve-se a seu modo de cálculo. Por ser fruto da razão entre o limite máximo de inflação estipulado pelo CMN e a expectativa do mercado, o índice é capaz de causar interpretações não condizentes com a

realidade. Em uma divisão, quão menor for o denominador em relação ao numerador, maior será o resultado obtido. No caso em questão, tem-se um numerador constante para todos os meses (o limite superior de 6,5%). Como visto, em nenhum dos meses a expectativa dos agentes se igualou ao centro da meta; todavia, viu-se também que a expectativa do mercado foi igual ou superior em 21 dos meses. Assim, há 44 meses nos quais a expectativa supera o centro da meta mas fica abaixo do limite máximo permitido, que é o numerador da equação. Tem-se, portanto, 44 meses em que o resultado do índice de credibilidade segundo o RC será igual ou superior a 1, uma vez que o denominador será igual ou inferior ao numerador.

Termos uma autoridade monetária cuja meta central de inflação não é vista como factível em mês algum classificado como de alta credibilidade soa como uma incompatibilidade. Portanto, a fim de gerar um resultado mais harmônico com a realidade, sugere-se uma sutil mudança no índice RC: em vez de considerar o limite superior da meta de inflação como o numerador da equação, levar-se-á em conta o centro da meta como tal. O resultado, denotado como RC*, demonstra algo menos conflitante com a amostra observada que o RC original, mas ainda atribui altos níveis de credibilidade durante a majoritária parte da amostra. Por fim, tanto, IC_{SN} , RC e RC* são congruentes, ainda que com magnitudes distintas, ao observarem declínio da credibilidade do BCB durante os últimos meses do Governo Dilma.

Gráfico 3 – RC modificado (RC*) aplicado ao governo Dilma



Fonte: Elaboração própria usando dados da Tabela 1.

CONCLUSÃO

Percebe-se, com base no capítulo 3, que os resultados obtidos não foram homogêneos. Quando aplicado, o IC_{SN} atribuiu baixos níveis de credibilidade ao BCB no Governo Dilma, à exceção dos meses de junho e julho de 2012. Por sua banda, o RC caracterizou o mesmo BCB, sob o mesmo período analisado, como altamente crível. Conclui-se que tal divergência deve-se à forma de mensuração do RC e, portanto, a sutil mudança proposta no trabalho, que gerou um RC*, se mostrou oportuna pela maior verossimilhança de seu resultado. Não obstante, o RC* obtido ainda classificou o Banco Central do Brasil, no período 2011 – 2016, com uma credibilidade superior à obtida pelo IC_{SN}. Considerando que os agentes ouvidos pelo Relatório Focus não julgaram que o BCB fosse capaz de atingir o centro da meta de inflação em mês algum durante a vigência do governo da ex-presidente, parece razoável crer que o IC_{SN} seja um índice mais condizente com a realidade.

Por fim, ainda que divergentes em certos pontos, tanto IC_{SN}, RC e RC* convergem entre si a respeito de uma queda acentuada de credibilidade e do baixo nível desta durante os últimos 17 meses do Governo Dilma.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDERSSON, K. e BERG, C. (1995) **The Inflation target in Sweden**. In: Haldane, A.G. (ed.) Targeting Inflation. Bank of England.

BAIN, K., ARESTIS, P. & HOWELLS, P. **Central Banks, Governments and Markets: an Examination of Central Bank Independence and Power**. *Economis et Sociétés, Monnaie et production, Série M. P.*, N° 10, 2-3/1996

BARRO, R. J. e GORDON, D. (1983) **Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy**. *Journal of Monetary Economics*, 12, North-Holland.

BLINDER, A. S. (1999). **Central Bank credibility: Why do we care? How do we build it?** Working Paper Series 7161, National Bureau of Economic Research.

CECCHETTI, S.G. e KRAUSE, S. (2002) **Central Bank Structure, Policy Efficiency, and Macroeconomic Performance: Exploring Empirical Relationships**. Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, July August.

FRIEDMAN, M. (1968). **The role of monetary policy**. *American Economic Review*.

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

LUCAS, R. (1972). **Expectations and the neutrality of money**. *Journal of Economic Theory*.

McCALLUM, B. T. **Two Fallacies Concerning Central Bank Independence**. *The American Economic Review*, May 1995.

MENDONÇA, H.F. (2002) **A Teoria da Credibilidade da Política Monetária: Desdobramentos do Debate Regras Versus Discrição**. *Revista de Economia Política*, vol. 22, n° 3 (87), julho-setembro.

MENDONÇA, H. F. (2004). **Mensurando a credibilidade do regime de metas inflacionárias no Brasil**. *Revista de Economia Política*.

NAHON, B. & MEURER, R. (2005). **A relação entre a credibilidade do banco central e a inflação no Brasil do regime de metas inflacionárias**. In ANPEC-Sul, editor, Encontro de Economia da Região Sul 8, Porto Alegre. Anais eletrônicos. Disponível em: <http://www.ppge.ufrgs.br/anpecsul2005/artigos/area2-01.pdf>

NEVES, A. L., OREIRO, J. L. **O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica**. Ensaios FEE, Porto Alegre, v. 29, n.1, p. 101-132, jun. 2008.

NOVAES DE ALMEIDA, J. R. **Economia Monetária: uma abordagem brasileira**. Ed: Atlas. 2009.

RAZZAK, W. A. (2001). **Are inflation-targeting regimes credible? Econometric evidence**. Reserve bank of New Zealand Working Paper.

RYMES, T. K. **Autonomous and Accountable**. Journal of Post Keynesian Economics, 18(2), Winter 1995-96.

SACHS, Jeffrey D.; LARRAIN B., Felipe. **Macroeconomia**. São Paulo: Makron Books, 1995.

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

SVENSSON, L. (2000) **How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability?** NBER Working Paper Series, Cambridge, February.

WALSH, C. **Optimal Contracts for Central Bankers**. The American Economic Review, March 1995, 85 (1).