

UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA
Faculdade de Economia

DOUGLAS HENRIQUE TEIXEIRA

**INCERTEZA ECONÔMICA E SUA RELAÇÃO COM A
CREDIBILIDADE DO BANCO CENTRAL**

Juiz de Fora - MG
2021

DOUGLAS HENRIQUE TEIXEIRA

**INCERTEZA ECONÔMICA E SUA RELAÇÃO COM A
CREDIBILIDADE DO BANCO CENTRAL**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Juiz de Fora, como requisito parcial à obtenção do título de bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Professor Wilson Luiz Rotatori
Corrêa

JUIZ DE FORA - MG

2021

Ficha catalográfica elaborada através do programa de geração automática da Biblioteca Universitária da UFJF, com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

Teixeira, Douglas Henrique.

Incerteza econômica e sua relação com a credibilidade do Banco Central / Douglas Henrique Teixeira. -- 2021.

35 f. : il.

Orientador: Wilson Luiz Rotatori Corrêa

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) - Universidade Federal de Juiz de Fora, Faculdade de Economia, 2021.

1. incerteza econômica. 2. credibilidade do Banco Central. 3. metas de inflação. I. Corrêa, Wilson Luiz Rotatori, orient. II. Título.



FACULDADE DE ECONOMIA / UFJF

ATA DE APROVAÇÃO DE MONOGRAFIA II (MONO B)

Ao Presidente da Comissão Coordenadora de Monografias

Na data de 14/10/2021, a Banca Examinadora, composta pelos professores

1 – WILSON LUIZ ROTATORI CORRÊA - orientador; e

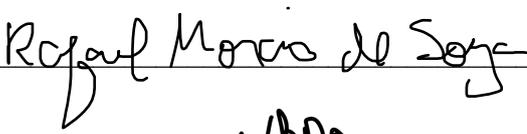
2 – RAFAEL MORAIS DE SOUZA,

reuniu-se para avaliar a monografia do acadêmico DOUGLAS HENRIQUE TEIXEIRA, intitulada: INCERTEZA ECONÔMICA E SUA RELAÇÃO COM A CREDIBILIDADE DO BANCO CENTRAL

Após primeira avaliação, resolveu a Banca sugerir alterações ao texto apresentado, conforme relatório sintético anexo.

Na data de 14/10/2021, voltou a Banca a reunir-se, avaliando novamente a monografia apresentada, após introduzidas as alterações propostas, resolvendo **APROVAR** (APROVAR / NÃO APROVAR) a referida monografia.

Juiz de Fora, 14/10/2021.

Prof.^(a) _____ 
Prof.^(a) _____ 

Recebido em ____/____/____

Presidente da C.C.M.



MONOGRAFIA – TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO DE ECONOMIA

Relatório sintético da Banca Examinadora da monografia intitulada:

INCERTEZA ECONÔMICA E SUA RELAÇÃO COM A CREDIBILIDADE DO BANCO CENTRAL

Apresentada pelo acadêmico: DOUGLAS HENRIQUE TEIXEIRA

Síntese das alterações propostas:

1. Fazer ajustes na formatação do trabalho referentes aos elementos pré-textuais bem com na tabela e figura 1.
2. Rever as referências bibliográficas e a utilização de termos que denotam excesso de ênfase nos resultados encontrados ou em observação de variáveis, tais como “exorbitante”.
3. Rever também a utilização de termos definitivo sobre os resultados da pesquisa de revisão de literatura, tais como, “não existe”, “não há trabalhos na literatura”.
4. Adicionar marcação na tabela 1 destacando valores significativos encontrados.
5. Outras alterações necessárias estão assinaladas na versão enviada ao discente e ao prof. Wilson pelo professor Rafael.



Prof. Wilson Luiz Rotatori Corrêa - Orientador

Juiz de Fora, 14/10/2021.

RESUMO

Tendo em vista que houve redução do nível de credibilidade do Banco Central do Brasil e o aumento da percepção dos agentes quanto às variações do nível da incerteza econômica, pesquisa-se sobre a incerteza e a sua relação com a credibilidade do Banco Central, a fim de investigar se a incerteza econômica influencia a credibilidade. Para tanto, é necessário coletar os índices de credibilidade e de incerteza encontrados, na literatura, calcular ainda os indicadores de credibilidade que não foram descobertos, e, posteriormente, comparar se os períodos de baixa credibilidade são acompanhados de uma alta do nível de incerteza. Realiza-se, então, uma análise descritivo-comparativa dos dados. Diante disso, verifica-se que os períodos de baixa credibilidade são consequências de uma alta no nível de incerteza, logo os períodos da alta incerteza reduzem os índices de credibilidade, o que impõe a constatação de que a incerteza econômica traz impacto para a credibilidade da autoridade monetária.

Palavras-chave: incerteza econômica, credibilidade do Banco Central, metas de inflação.

ABSTRACT

Bearing in mind that there was a reduction in the level of credibility of Central Bank of Brazil and an increase in the perception of the agents regarding variations in the level of economic uncertainty, it is researched about the uncertainty and its influence in the credibility of the Central Bank, in order to investigate if economic uncertainty influences credibility. Therefore, it's necessary to collect the credibility and uncertainty indexes found in the literature, calculate the credibility indicators that were not discovered, and then compare whether periods of low credibility are accompanied by an increase in the level of uncertainty. Then, a descriptive-comparative analysis of the data is carried out. Thus, it appears that periods of low credibility are consequences of a high level of uncertainty, so periods of high uncertainty reduce credibility indexes, which imposes the finding that economic uncertainty has an impact on the credibility of the monetary authority.

Keywords: economic uncertainty, credibility of the Central Bank, inflation targeting.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Índice de Credibilidade do Banco Central, Expectativa e Meta de Inflação, entre jun/2016 e out/2021.....	23
---	----

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 – Variação do ICSN após o Governo Dilma Rousseff.....	25
---	----

LISTA DE ABREVIATURA E SIGLAS

BCB – Banco Central do Brasil

BCIs – Bancos Centrais Independentes

COVID 19 – *Corona Virus Disease / 2019*

EPU – Índice de Incerteza de Política Econômica

FGV – Fundação Getúlio Vargas

IBC-Br – Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IBOVESPA – Índice da Bolsa de Valores de São Paulo

IBRE – Instituto Brasileiro de Economia

ICSN – Índice de Credibilidade de Sicsú Normalizado

IEE-Br – Índice de Incerteza Econômica

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

PIB – Produto Interno Bruto

SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia

VAR – Vetores Autorregressivos

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
2	REVISÃO DE LITERATURA	12
2.1	OS EFEITOS DA INCERTEZA PARA A ECONOMIA BRASILEIRA	12
2.2	CREDIBILIDADE: A LITERATURA REFERENCIADA PARA O CASO BRASILEIRO	16
3	ICSN PÓS DILMA ROUSSEFF	21
4	A EVOLUÇÃO DA CREDIBILIDADE E DA INCERTEZA	26
4.1	OS ÍNDICES DE CREDIBILIDADE POR PERÍODO	26
4.2	OS INDICADORES DE INCERTEZA POR PERÍODO	28
5	ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE CREDIBILIDADE E INCERTEZA	29
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS	32
	REFERÊNCIAS	33

1 INTRODUÇÃO

O final da segunda década do século XXI e o começo da terceira marcaram a economia mundial, por um período ainda incalculável. Em 2019, principiou, na China, a pandemia do novo coronavírus, que marcou o início de uma crise econômica global. O Brasil sentiu os primeiros efeitos dessa pandemia, no primeiro trimestre de 2020, uma vez que não estava preparado para a crise que viria enfrentar. Assim, o sistema de saúde ficou sobrecarregado com o crescimento exponencial do número de casos da COVID 19. O desemprego, no país, também cresceu e um número incalculável de empresas diminuiu ou encerrou as suas atividades, inclusive, as multinacionais sofreram o impacto com a crise consequente dessa pandemia. Como todos os outros períodos de crise mundial, esta também trouxe inúmeros desajustes para as relações econômicas, além de grande imprevisibilidade para o futuro, conhecida, na literatura, como: Incerteza Econômica.

Essa é uma variável macroeconômica que ganhou destaque nas últimas décadas, e obteve estudos que permitem mensurar os níveis de incerteza econômica. Para isso, foram criados alguns índices que capturam o nível de incerteza, um exemplo deles é o Índice de Confiança do Consumidor. No entanto, a Incerteza Econômica é uma variável de difícil mensuração, por se tratar de ideias abstratas. Para calcular as variações de incerteza econômica, foram criadas algumas *proxies*, como o Índice de Incerteza de Política Econômica – EPU; o Indicador de Incerteza da Economia – calculado pelo Instituto Brasileiro de Economia (IBRE - FGV) e o Índice de Expectativas do Consumidor, mensurado pela Federação de Comércio do Estado de São Paulo, que utiliza como base de cálculo um número significativo de questionários. As informações sobre essas *proxies* foram abordadas em outro tópico deste estudo. Por enquanto, basta destacar que em momentos de crise econômica existem elevações nos indicadores de incerteza, que, muitas vezes, apresentam flutuações significantes, e, em períodos de alta incerteza, as firmas e os consumidores tendem a postergar as suas decisões de investimento e de consumo, respectivamente, enquanto aguardam o retorno da estabilidade econômica.

Além da Incerteza Econômica, existem outras variáveis que sofrem os efeitos de uma crise. Uma delas, de destaque, na literatura, é a Credibilidade do Banco

Central quanto ao cumprimento do controle de preços acordados com a sociedade. A população brasileira experimentou, na década de 1980, um aumento do nível de preços, fenômeno conhecido como hiperinflação. Com a instabilidade financeira, decorrente deste fenômeno, o brasileiro tornou-se avesso às variações bruscas dos preços e, para o controle inflacionário, o Banco Central do Brasil utiliza metas que regulam as variações de nível de preços, as metas de inflação, que são acordadas com o governo, a sociedade e os sindicatos.

Assim como a incerteza econômica, a credibilidade também pode ser calculada e isso ganhou destaque, na literatura, a partir da necessidade de manter a credibilidade dos Bancos Centrais, relativa ao controle da flutuação dos preços. Esta outra variável macroeconômica tem suas dificuldades de mensuração, um exemplo dessa dificuldade, é o questionário da pesquisa *Focus Group*, o qual é respondido de forma voluntária e sem obrigatoriedade.

Em períodos de crise econômica, normalmente, ocorre a alta nos níveis de incerteza e a queda da credibilidade da autoridade monetária quanto ao cumprimento das metas inflacionárias. O desequilíbrio do sistema econômico provoca alteração dessas duas variáveis, que encontram, na literatura, estudos abordando as causas e as consequências das variações de seus indicadores, calculados por meio de modelos econométricos específicos. Para o cálculo do índice de credibilidade, normalmente, são utilizados dados como: taxas de desemprego, juros, renda, inflação, câmbio, produção e produto potencial, dentre outros. E para o cálculo do indicador de Incerteza, geralmente, são empregadas as *proxies*, que foram construídas para este fim, já que a incerteza econômica trata de eventos abstratos.

Sendo essas duas variáveis fortemente impactadas nos períodos de crise econômica mundial, é conveniente analisar os efeitos de uma variável sobre a outra, e, principalmente, como elas estão relacionadas. O Relatório Focus, por exemplo, indica que houve perda de credibilidade da autoridade monetária, até o final de 2021, uma vez que as expectativas de inflação estão desancoradas.

Nesse sentido, esse trabalho busca responder ao principal questionamento desta pesquisa: estaria relacionada à credibilidade do Banco Central do Brasil com os índices de incerteza econômica, e como estariam associadas? Os períodos de baixa credibilidade, na economia brasileira, são acompanhados de uma alta do nível de incerteza?

Para responder a essas perguntas, foram usados estudos que abordam o conceito de Credibilidade e Incerteza, e, posteriormente, foram comparados os resultados que envolvem essas duas variáveis para a economia brasileira. Desse modo, a metodologia trata-se da análise descritivo-comparativa dos dados e do cálculo dos índices de credibilidade, posteriores ao Governo Dilma Rousseff, até outubro de 2021, através do Índice de Credibilidade de Sicsú Normalizado – ICSN.

O objetivo é coletar os índices de credibilidade e de incerteza descobertos, na literatura, calcular os indicadores de credibilidade que não foram encontrados, e, posteriormente, comparar se os períodos de baixa credibilidade são acompanhados de uma alta do nível de incerteza, ou seja, o estudo tem o intuito de investigar se a incerteza econômica influencia a credibilidade e, se positivo, em que medida isso acontece.

Dessa maneira, a justificativa para realizar esse estudo vem da redução do nível de credibilidade do Banco Central do Brasil, em decorrência da pandemia do COVID 19, que levou as autoridades monetárias à adoção de medidas de forte estímulo monetário no país, e do aumento de percepção dos agentes quanto às variações do nível de incerteza econômica.

Além desta breve introdução, a segunda seção apresenta uma revisão dos trabalhos sobre a incerteza econômica e os impactos dela na economia, além de uma revisão geral dos estudos sobre a credibilidade, e para o caso brasileiro, até o final do Governo Dilma Rousseff. Na terceira seção, é calculado o índice de credibilidade do período posterior ao Governo Dilma. Na quarta, foi abordado como evoluíram os índices de credibilidade e os níveis de incerteza nos períodos de destaque da economia brasileira. Posteriormente, foi feita uma análise comparativa, período a período, entre os índices de credibilidade e de incerteza encontrados, na

literatura, com a finalidade de mostrar como essas duas variáveis estão relacionadas, sendo a principal proposta desse trabalho. Por fim, foram apresentadas as considerações finais da relação encontrada entre as duas variáveis discutidas nesse estudo: a Incerteza Econômica e a Credibilidade.

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 OS EFEITOS DA INCERTEZA PARA A ECONOMIA BRASILEIRA

Na primeira década dos anos 2000, pesquisas envolvendo o impacto da oscilação dos níveis de incerteza econômica tornaram-se mais frequentes, a partir do período da recessão que a economia mundial atravessou, consequência da crise econômica americana de 2008. Os estudos que envolvem a incerteza econômica partem do princípio de que o aumento do nível da dúvida causa impactos negativos na economia. Em razão do crescimento do nível de incerteza econômica, ou seja, da imprevisibilidade futura, as empresas tendem a diminuir os investimentos e as contratações de funcionários, assim, elas tomam decisões mais cautelosas e os consumidores costumam reduzir a aquisição de bens e de serviços. Dentre os principais trabalhos, que mostram o impacto do aumento da incerteza sobre a atividade econômica, destacam-se os de Bernanke (1983) e Dixit e Pindyck (1994). Eles ainda abordam como o mercado bancário, o mercado creditício, e os fluxos de comércio internacional são afetados com o aumento da incerteza.

Em outro estudo sobre o assunto, Bloom (2014) verificou que existe a tendência do aumento de incerteza em períodos de recessão econômica. Além disso, o estudioso considera a relação entre o nível de desenvolvimento dos países e o seu grau de incerteza, desse modo, os países subdesenvolvidos apresentam níveis de incerteza maior do que os países desenvolvidos, *ceteris paribus*.

Filho (2014) realizou um estudo para a economia brasileira, analisando os choques de incerteza, por meio da estimação de modelos VAR bivariados, entre 2003 e 2013, no qual encontrou resultados negativos, sobretudo, para a produção

industrial e para a confiança dos consumidores. Nesse sentido, o aumento dos níveis de incerteza pode ser explicado por uma elevação nas contas fiscais e nos eventos na esfera política, dentre outros.

Godeiro e Lima (2017) também abordaram sobre a elevação do nível de incerteza macroeconômica no Brasil. Eles utilizaram a metodologia para a mensuração de incerteza de Jurado et al. (2015), e mostraram que as duas últimas recessões, no Brasil, foram precedidas por aumento do nível de incerteza macroeconômica, evidenciando como ela pode prever períodos de recessão.

Há na literatura uma discussão a respeito do quanto o conjunto de medidas adotadas, no Brasil, em 2011, a chamada nova matriz macroeconômica, interferiu no aumento da incerteza econômica brasileira, acarretando em uma queda na produção industrial. Sabe-se que os anos de 2014 e 2015 foram marcados por elevados níveis de incerteza, por causa do cenário econômico, que provocou o efeito *wait and see*, no qual os agentes esperam e veem como o futuro irá se desdobrar. Neste efeito, existe cautela na tomada de decisões, tanto por parte dos consumidores, que adiam o seu consumo, como por parte dos empresários, que postergam a decisão de investir.

Para o cálculo da incerteza, Godeiro e Lima (2017) usaram um modelo econométrico, que relaciona um modelo de previsão para as variáveis selecionadas. Para o cálculo foram empregados dados do Banco Central do Brasil e do IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, além dos dados retirados do site *lpeadata*, do período que compreende o início de 2002 a junho de 2015.

Os resultados indicam, como citado anteriormente, a relação inversa da incerteza macroeconômica com a produção industrial. O aumento da incerteza provoca queda da produção, isso porque os investimentos pelas firmas tendem a ser postergados nos períodos de alta incerteza. Quanto à previsão do aumento de incerteza que precede as recessões macroeconômicas, verificou-se, como exemplo, um crescimento no índice de incerteza no início de 2008, que poderia indicar a recessão do ano seguinte. Da mesma forma, a recessão brasileira de 2014 também foi prevista pelo aumento do índice de incerteza no ano de 2013.

Os resultados do artigo confirmaram que a implantação da nova matriz macroeconômica provocou aumento significativo do nível de incerteza. Verificaram ainda a relação inversa entre o indicador de incerteza e o PIB. Em períodos de alta incerteza, há queda no PIB e em períodos de baixa incerteza há elevação no PIB, mostrando que a incerteza macroeconômica varia em função da taxa de crescimento do PIB.

Barboza e Zilberman (2018) apresentam como os choques de incerteza têm efeitos contracionistas na atividade econômica. Eles estimam o impacto da incerteza na economia brasileira por meio de modelos VARs, assim como Filho (2014), e destacam a relação prejudicial que o aumento da incerteza doméstica causa na produção industrial. Segundo eles, a incerteza macroeconômica tem atingido níveis recordes, no Brasil, iniciados, em 2014, com as eleições presidenciais, que marcaram o início de um período de alta incerteza, até hoje presente, no Brasil. Nos dois anos consecutivos, 2015 e 2016, registrou-se os dois maiores níveis de incerteza de toda a série histórica do indicador construído por Baker et al. (2016).

De acordo os autores, o impacto da incerteza sobre a atividade econômica do Brasil, ainda é pouco abordado na literatura. Dessa forma, pouco se sabe sobre as consequências que a incerteza traz para a economia brasileira, sobretudo, para a atividade econômica. Com o objetivo de encontrar os impactos dos elevados níveis de incerteza, os autores construíram algumas *proxies* para esta variável e inseriram-nas em modelos de vetores autorregressivos (VAR) estruturais. As *proxies* elaboradas tem um caráter mais informativo sobre a incerteza corrente no Brasil.

A primeira delas é baseada em notícias de jornal. Esta medida constitui uma média entre o percentual de matérias nos jornais *Folha de São Paulo* (construída por Baker et al., 2016) e *O Globo* (construção própria) tratando do tema incerteza de política econômica. A metodologia de obtenção da série de incerteza para o jornal *O Globo* é similar à proposta por Baker et al. (2016), buscando capturar as notícias que contém as seguintes combinações de palavras: “incerto(a)” ou “incerteza”; “econômico(a)” ou “economia”; e “regulação”, “deficit”, “orçamento”, “imposto”, “banco central”, “planalto”, “congresso”, “senado”, “legislação” ou “tarifa”. A segunda proxy de incerteza doméstica é a volatilidade implícita dos contratos de opção de câmbio “*at the money*” com vencimento de um mês, obtida na Bloomberg. A terceira é o desvio-padrão dos retornos diários do Ibovespa, também obtida na Bloomberg. A quarta é o desvio padrão das expectativas de inflação Focus 12 meses à frente, obtida nas séries temporais do Banco Central do

Brasil (BCB). A quinta é o primeiro componente principal extraído das quatro medidas anteriores, que sintetiza as informações contidas nas quatro variáveis consideradas. Por fim, também utilizamos, como sexta e última proxy de incerteza doméstica, o Índice de Incerteza Econômica (IEE-Br), calculado pelo IBRE/FGV, que também sintetiza a informação contida em diversas proxies de incerteza. (BARBOZA, ZILBERMAN, 2018, p. 147)

Para o estudo, foram utilizados dados do período entre março de 2002 e fevereiro de 2016. Foi revelado que se acaso não houvesse o aumento da incerteza interna de 2014, a produção industrial do ano seguinte estaria entre 0,9% e 3,9%, acima da ocorrida.

Mas não apenas os efeitos do aumento da incerteza para a produção industrial foram estimados no modelo. Para encontrar o impacto da incerteza sobre o PIB e sobre o investimento, a metodologia usada foi substituir a produção industrial pelo IBC-Br, e posteriormente, pela formação bruta de capital fixo, no vetor, mantendo as demais variáveis intactas. Assim, foi observado que o impacto da incerteza sobre o PIB é mais sutil do que sobre a produção industrial. “Dependendo da medida, um choque de incerteza doméstica contrai o IBC-Br entre 0,2% e 0,6%, num horizonte de seis meses.” (BARBOZA, ZILBERMAN, 2018, p. 151)

Com relação ao efeito da incerteza doméstica sobre o investimento, percebe-se que ele é mais intenso do que no PIB e do que na produção industrial. Por isso, as decisões de investimento pelas firmas tendem a ser postergadas em momentos de alta incerteza. Esse efeito que a incerteza provoca no investimento pode ser explicado pelo fato dos bens de investimento serem produzidos pelo setor industrial, um dos setores que mais sofre com o aumento dos níveis de incerteza.

Esses resultados indicam que o aumento do nível de incerteza doméstica pode ser um fator adicional para explicar a recessão que o Brasil experimenta desde 2014, uma vez que a literatura indica que os choques de incerteza para o país são altamente contracionista.

Em outro estudo sobre os impactos dos choques de incerteza na economia brasileira, Rodrigues (2019) assinalou que a atividade econômica é a variável mais impactada nos momentos de elevada incerteza, enquanto as expectativas de inflação, o IPCA e a taxa Selic pouco reagiram ao choque de incerteza. Em seu

trabalho, o autor abordou, especificamente, a relação entre a incerteza econômica e a eficácia da política monetária no Brasil.

2.2 CREDIBILIDADE: A LITERATURA REFERENCIADA PARA O CASO BRASILEIRO

Atualmente, a busca pela estabilidade de preços tem ganhado destaque na literatura econômica, sendo a política monetária, um dos principais meios utilizados pelo Banco Central do Brasil, para o controle inflacionário. Pode-se dizer que a procura pela estabilidade de preços ganhou maior importância, a partir do primeiro grande choque do petróleo, na qual a economia mundial presenciou o aumento do nível de preços. Assim, o controle de preços passou a ser o principal foco da política monetária.

Uma vez que o aumento elevado do nível de preços impacta na perda de reputação do governo com a sociedade, nesse momento, destacou-se a importância do controle da variação do nível de preços que eram acordados com a população, com o objetivo de manter a credibilidade da política monetária governamental. Nesse sentido, nos anos 70, Kydland e Prescott (1977) deram início ao estudo sobre credibilidade, defendendo que a política monetária deve ser regida por regras específicas, dado que estas permitem um maior controle da inflação.

Sendo a perda de credibilidade a consequência do não cumprimento das metas de inflação, surgiu, neste contexto, a presença do viés inflacionário, ou seja, a inflação estimulada pela autoridade monetária procurando explorar o *trade-off* entre inflação e desemprego. Neste âmbito, Rogoff (1985) propôs, a independência do Banco Central em relação ao governo, como alternativa de eliminar o viés inflacionário e atender às expectativas de estabilidade de preços dos agentes.

Mendonça (2002) discute sobre qual deve ser o melhor desenho institucional para o controle da inflação pelo Banco Central, ou seja, a estratégia operacional mais indicada, visto que o conservadorismo do *central banker* não apresentou, segundo ele, adequação para o problema. O autor defende as ideias de Walsh

(1995) e Svensson (1997), que propõem a elaboração de contratos ótimos entre o governo e o Banco Central, na busca de uma política socialmente ótima, focada no combate do viés inflacionário. Assim, nestes contratos, estariam expressas as metas para inflação. Eles seriam elaborados tendo em vista os interesses pontuais da autoridade monetária, de um lado, e dos sindicatos que representam os trabalhadores, de outro, bem como os interesses do governo.

Existe um *tradeoff* entre inflação e desemprego. Em linhas gerais, a autoridade monetária está frequentemente em busca de uma menor taxa de desemprego, mesmo que para isso tenha que pagar o preço de uma inflação mais elevada, ao mesmo tempo em que os sindicatos têm o objetivo de manter a estabilidade do salário real dos trabalhadores. Sabe-se que o aumento da taxa de inflação implica na redução do salário real, por isso os sindicatos são avessos à inflação. Considera-se também que as variações da taxa de inflação são consequências do nível de expansão de moeda, praticado na política monetária. Uma baixa expansão monetária tem como decorrência a redução da inflação e uma alta expansão monetária leva ao aumento da inflação. Sendo assim, segundo Mendonça (2002), os contratos propostos por Walsh (1995) e Svensson (1997) seriam elaborados com base nos interesses do governo, do Banco Central, dos sindicatos e da sociedade.

Tendo o Banco Central a autonomia cedida pelo governo e a independência operacional, além das ferramentas essenciais para o controle do viés inflacionário, o governo impõe penalidades ao BC, caso ele, não cumpra as metas inflacionárias estabelecidas. Além disso, os Bancos Centrais Independentes são remunerados pelo cumprimento dos acordos da política monetária, firmados com o governo, o que reduz o risco de inadimplência dos BCIs. Cabe lembrar que em fases de desemprego elevado, os BCIs têm maior dificuldade de manter a estabilidade de preços, devido ao *tradeoff* que existe entre a inflação e o desemprego.

Após vários países optarem pela implantação do regime de metas inflacionárias, os economistas sentiram-se interessados em levantar índices para a mensuração da credibilidade da autoridade monetária, definida pelo cumprimento

das metas de inflação. Mendonça (2004) utilizou dois índices para calcular a credibilidade da economia brasileira em seu artigo: “Mensurando a Credibilidade do Regime de Metas Inflacionárias no Brasil”.

No primeiro índice de credibilidade para a política monetária do Banco Central, elaborado por Cecchetti e Krause (2002), a credibilidade foi medida pela diferença entre a inflação esperada e a meta. Neste índice, o indicador pode assumir dois valores, zero ou 1, que significam credibilidade nula e credibilidade máxima, respectivamente. Sendo a inflação anual esperada menor ou igual à meta de inflação, o índice assume valor igual a 1 e decresce de forma linear à medida que a inflação esperada aumenta. Sendo ela superior a 20%, o índice tem valor nulo (MENDONÇA, 2004). Foi medida a credibilidade do período compreendido entre o início de janeiro de 2000 e 1º de novembro de 2002. No primeiro ano da análise, a credibilidade apresentou-se alta e estável na maior parte do ano e continuou assim no início de 2001, apesar de um leve declínio a partir do segundo semestre, que perdurou até o final daquele ano. Em 2002, não foi diferente, o ano começou com a credibilidade elevada e apresentou queda no decorrer do ano.

No segundo índice utilizado, desenvolvido por Sicsú (2002), os resultados variam entre $]-\infty, 100]$, sendo que os valores negativos não se mostraram adequados para as análises macroeconômicas, o que levou a uma normalização dos resultados, que assumiram valor entre zero e 1. Nesse sentido, quanto maior for o resultado do índice, maior é a expectativa de cumprimento das metas de inflação. Cabe lembrar a possibilidade de ocorrência de desvio da meta em dois pontos percentuais. O índice de credibilidade, desenvolvido por Sicsú, considera o desvio da meta de dois pontos percentuais para baixo ou para cima e os valores do índice variam entre zero e 1, se estiverem dentro dos limites máximo e mínimo, e decrescem à medida que a expectativa de inflação se desvia da meta anunciada. No caso da inflação esperada ultrapassar os limites máximo e mínimo, o índice admite valor igual à zero.

O índice de Sicsú (2002), representado pela Equação (1) relaciona a expectativa de inflação do mercado ($E(\pi)$), à meta central de inflação, estabelecida pelo Banco Central (π_t), e os seus limites máximo e mínimo (π_t^*).

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

O índice ICSN expôs a credibilidade elevada no primeiro ano observado. No entanto, o resultado foi oposto para os anos seguintes, devido à queda mundial da atividade econômica, sobretudo, a crise da Argentina. Em 2002, a credibilidade apresentou-se baixa. No primeiro semestre do ano, ela já se encontrava próxima de zero e recuou ainda mais com o passar dos meses, até tornar-se nula em meados do segundo semestre do ano. O baixo nível de credibilidade foi consequência, principalmente, das flutuações na bolsa americana, além da crise Argentina, como citado anteriormente.

O índice desenvolvido por Sicsú (2002) foi elaborado especificamente para o regime das metas inflacionárias brasileiras. Ele apresentou um nível baixo de credibilidade, refletindo um resultado contraditório em relação ao primeiro índice, elaborado por Cecchetti e Krause.

O motivo para a dissensão encontrada se deve à metodologia utilizada para a elaboração dos índices. No primeiro caso, foi levada em conta a meta ideal para inflação (2%), mas para que haja perda total de credibilidade é preciso que a inflação ultrapasse a taxa de 20%. No segundo índice, a meta de inflação utilizada foi maior que 2%, entretanto, o limite de flutuação de 2% para cima ou para baixo em relação à meta central mostrou-se muito rigoroso para a obtenção de credibilidade (MENDONÇA, 2004, p. 351).

Outro artigo encontrado na literatura foi a: “Síntese Teórica da Credibilidade e Consistência da Política Monetária e seus Custos em Termos de Desemprego no Brasil” de Guimarães, Silva Oliveira e Bento de Lima (2006). Esse estudo abordou a consistência da política monetária, durante o governo Lula, e mensurou os custos de manter a credibilidade em termos do desemprego.

O governo Lula foi marcado por baixo crescimento econômico e elevados níveis de desemprego. Em 2003, por exemplo, ano de início do seu governo, havia cerca de 7,7 milhões de pessoas desempregadas no Brasil, aproximadamente, dois milhões só na grande São Paulo, de acordo com dados do IBGE.

No artigo, há uma especulação a respeito do baixo crescimento econômico concomitante com os altos níveis de desemprego presentes no governo Lula, já que o Comitê de Política Monetária tem a liberdade de alterar a taxa de juros para conter o crescimento, tendo o propósito final de manter a estabilidade de preços. No entanto, o que se viu no governo Lula foi o baixo crescimento econômico, acompanhado de altos níveis de inflação e de desemprego, o que não é de se esperar.

Em linhas gerais, quando o Banco Central provoca um choque na taxa de juros e a mantém fixa, a consequência disso é o controle da inflação pela autoridade monetária. Entretanto, os dados do Banco Central indicaram que a meta de inflação não foi cumprida em três anos consecutivos, 2002, 2003 e 2004. A meta de inflação, em 2002, foi de 3,5% e a inflação chegou a 12,5% e, em 2003, a meta foi de 8,5% e a inflação atingiu os 9,3%.

Para mensurar os custos de manter a credibilidade em termos de desemprego, Guimarães, Silva Oliveira e Bento de Lima (2006) utilizaram a Lei de Okun, a curva de Phillips e as estimativas da taxa de sacrifício. Os detalhes da metodologia, utilizada pelos autores, não foram levantados nesse estudo, porque calcular os custos de firmamento da política monetária em termos do desemprego não é o foco desse trabalho.

Dos resultados encontrados, foi possível concluir que a política monetária, no Brasil, apresentou baixa credibilidade em termos do desemprego, durante o governo Lula, em razão do não cumprimento das metas de inflação, sobretudo, no ano de 2005, em que a taxa de inflação ficou em 5,97%. Além disso, houve, no seu mandato, o aumento do desemprego, marcando o período com os altos gastos do governo com o seguro-desemprego. De acordo com dados do Ipea (2004), “a necessidade de financiamento do setor público do governo federal para gastos

apenas com o seguro-desemprego passou de R\$ 386 milhões, em 2000, para R\$ 672,81 milhões, em 2003, e para 2004 atingiu cerca de R\$ 786,92 milhões” (GUIMARÃES, SILVA OLIVEIRA e BENTO DE LIMA, 2006, p. 09).

Posteriormente ao Governo Lula, o governo da ex-presidente Dilma Rousseff também foi marcado por baixa credibilidade, sendo o seu *impeachment* consequência do decréscimo da estabilidade financeira do país, o que trouxe incentivo à mensuração do declínio de sua estabilidade. Viana (2016) mensurou a credibilidade do Banco Central do Brasil, ao longo do Governo Dilma por meio do índice ICSN, desenvolvido por Sicsú (2002).

Para a aplicação do índice, ele utilizou dados do Banco Central do Brasil (Histórico de Metas de Inflação) e do Relatório Focus, referente ao Governo Dilma Rousseff, que facilitaram sumarizar as expectativas do mercado. Esses dados permitiram o autor elaborar uma tabela que relaciona metas, limites e expectativas de inflação, no decurso do Governo Dilma. Foram utilizados ainda os dados do Conselho Monetário Nacional e do IBGE.

Durante todo o governo Dilma (janeiro de 2011 a maio de 2016), o Conselho Monetário Nacional manteve fixas as metas de inflação em 4,5%, com possível variação de 2%, tornando, então, os limites de inflação entre 2,5% e 6,5%.

Após o levantamento de dados, Viana (2016) observou que dos 65 meses do Governo Dilma, em 19 deles, a expectativa de inflação superou o limite de 6,5%. Observou também que o Banco Central não conseguiu atingir o centro da meta de inflação de 4,5% em nenhum dos meses do Governo Dilma, tampouco ficar abaixo da meta. Sendo assim, os resultados encontrados expressam baixíssima credibilidade para o Governo Dilma Rousseff.

3 ICSN PÓS DILMA ROUSSEFF

Nesta seção, foi calculado o índice de credibilidade do período posterior ao Governo Dilma, utilizando, para isso, o índice elaborado por Sicsú (2002), o mesmo utilizado por Viana (2016) para calcular a credibilidade da economia brasileira entre

2011 e maio de 2016. Para o cálculo dos indicadores de credibilidade posteriores ao Governo Dilma foram utilizados dados do Banco Central do Brasil, no caso, o Relatório Focus, contendo as expectativas do mercado e o Histórico de Metas de Inflação para o Brasil, que forneceu as metas centrais de inflação e os limites inferior e superior para cada ano. O Relatório Focus tem periodicidade semanal, todavia, foi conveniente empregar apenas o último relatório de cada mês, conforme sugerem Cecchetti e Krause (2002) e Sicsú (2002).

Os dados foram aplicados no índice ICSN, elaborado por Sicsú (2002), conforme disposto na Equação (1). Como citado anteriormente, os resultados deste índice variam entre $]-\infty, 100]$. Cabe lembrar que os valores negativos não se mostraram adequados para as análises macroeconômicas, o que levou a uma normalização dos resultados, que assumiram valor entre zero e 1. Nesse sentido, quanto mais próximo de 1 for o resultado do índice, maior é a expectativa de cumprimento das metas de inflação. Existe também a possibilidade de ocorrência de desvio da meta em dois pontos percentuais, para baixo ou para cima. Os valores do índice variam entre zero e 1, se estiverem dentro dos limites máximo e mínimo, e decrescem à medida que a expectativa de inflação se desvia da meta anunciada. No caso de a inflação esperada ultrapassar os limites máximo e mínimo, o índice admite valor igual a zero.

A Tabela 1 contém os dados necessários para o cálculo dos índices de credibilidade posterior ao do Governo Dilma Rousseff, bem como o resultado do cálculo dos índices, na última coluna. O governo Dilma findou em maio de 2016, então, os índices foram calculados a partir de junho do mesmo ano e restritos até outubro de 2021, conforme a disponibilidade dos dados pelo Banco Central. Assim como Viana (2016), foi considerado nesse trabalho, o indicador oficial do governo, o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo). Na Tabela 1, estão explícitas as expectativas de inflação do mercado para cada mês, coletadas junto ao Relatório Focus, a meta central de inflação e seus limites superior e inferior, estipulados pelo Conselho Monetário Nacional, para cada ano, de acordo com a banda de variação.

Tabela 1 – Índice de Credibilidade do Banco Central, Expectativa e Meta de Inflação, entre jun/2016 e out/2021 (continua)

Mês	Expectativa	Meta central	Limite inferior	Limite superior	ICSN
jun/16	7,29	4,5	2,5	6,5	0
jul/16	7,21	4,5	2,5	6,5	0
ago/16	7,34	4,5	2,5	6,5	0
set/16	7,23	4,5	2,5	6,5	0
out/16	6,88	4,5	2,5	6,5	0
nov/16	6,72	4,5	2,5	6,5	0
dez/16	6,38	4,5	2,5	6,5	0,06
jan/17	4,70	4,5	3	6	0,86
fev/17	4,36	4,5	3	6	0,90
mar/17	4,10	4,5	3	6	0,73
abr/17	4,03	4,5	3	6	0,68
mai/17	3,95	4,5	3	6	0,63
jun/17	3,46	4,5	3	6	0,30
jul/17	3,40	4,5	3	6	0,26
ago/17	3,45	4,5	3	6	0,30
set/17	2,95	4,5	3	6	0
out/17	3,08	4,5	3	6	0,05
nov/17	3,03	4,5	3	6	0,02
dez/17	2,78	4,5	3	6	0
jan/18	3,95	4,5	3	6	0,63
fev/18	3,73	4,5	3	6	0,48
mar/18	3,54	4,5	3	6	0,36
abr/18	3,49	4,5	3	6	0,32
mai/18	3,60	4,5	3	6	0,40
jun/18	4,03	4,5	3	6	0,68
jul/18	4,11	4,5	3	6	0,74
ago/18	4,16	4,5	3	6	0,77
set/18	4,30	4,5	3	6	0,86
out/18	4,43	4,5	3	6	0,95
nov/18	3,89	4,5	3	6	0,59
dez/18	3,69	4,5	3	6	0,46
jan/19	3,94	4,25	2,75	5,75	0,79
fev/19	3,85	4,25	2,75	5,75	0,73

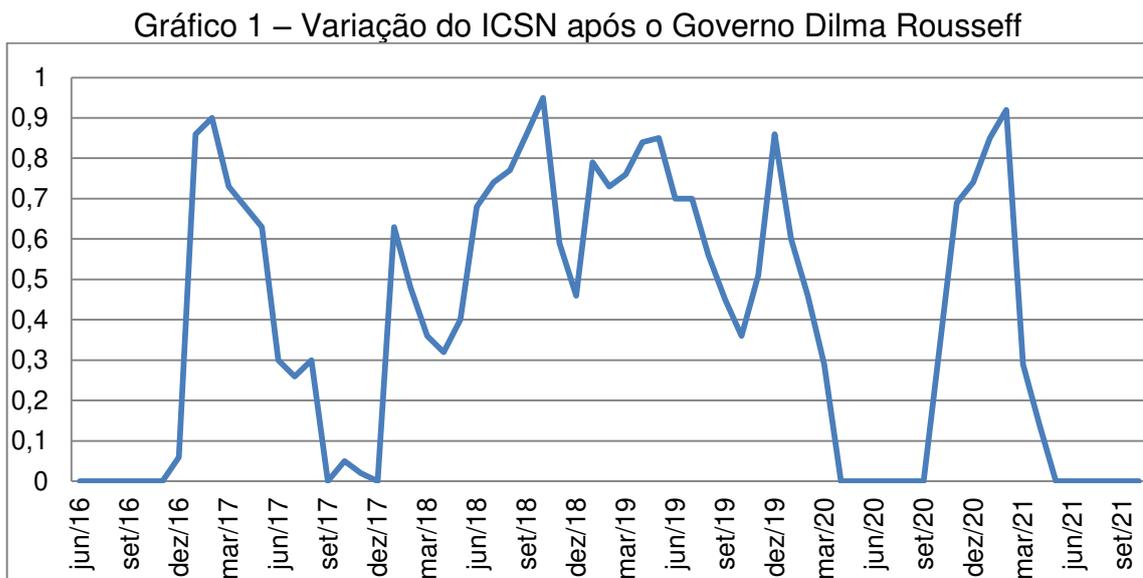
Tabela 1 – Índice de Credibilidade do Banco Central, Expectativa e Meta de Inflação, entre jun/2016 e out/2021 (conclusão)

Mês	Expectativa	Meta central	Limite inferior	Limite superior	ICSN
mar/19	3,89	4,25	2,75	5,75	0,76
abr/19	4,01	4,25	2,75	5,75	0,84
mai/19	4,03	4,25	2,75	5,75	0,85
jun/19	3,80	4,25	2,75	5,75	0,70
jul/19	3,80	4,25	2,75	5,75	0,70
ago/19	3,59	4,25	2,75	5,75	0,56
set/19	3,43	4,25	2,75	5,75	0,45
out/19	3,29	4,25	2,75	5,75	0,36
nov/19	3,52	4,25	2,75	5,75	0,51
dez/19	4,04	4,25	2,75	5,75	0,86
jan/20	3,40	4	2,5	5,5	0,60
fev/20	3,19	4	2,5	5,5	0,46
mar/20	2,94	4	2,5	5,5	0,29
abr/20	1,97	4	2,5	5,5	0
mai/20	1,55	4	2,5	5,5	0
jun/20	1,63	4	2,5	5,5	0
jul/20	1,63	4	2,5	5,5	0
ago/20	1,77	4	2,5	5,5	0
set/20	2,05	4	2,5	5,5	0
out/20	3,02	4	2,5	5,5	0,34
nov/20	3,54	4	2,5	5,5	0,69
dez/20	4,38	4	2,5	5,5	0,74
jan/21	3,53	3,75	2,25	5,25	0,85
fev/21	3,87	3,75	2,25	5,25	0,92
mar/21	4,81	3,75	2,25	5,25	0,29
abr/21	5,04	3,75	2,25	5,25	0,14
mai/21	5,31	3,75	2,25	5,25	0
jun/21	5,97	3,75	2,25	5,25	0
jul/21	6,79	3,75	2,25	5,25	0
ago/21	7,27	3,75	2,25	5,25	0
set/21	8,45	3,75	2,25	5,25	0
out/21	8,51	3,75	2,25	5,25	0

Fonte: Construção própria utilizando dados levantados junto ao Banco Central.

Observando os dados dispostos na Tabela 1, é possível perceber que, com o fim do Governo Dilma Rousseff, e início do seu sucessor, Michel Temer, oficialmente em 31 de agosto de 2016, nos 3 primeiros meses do seu mandato, as expectativas de inflação do mercado superaram o limite superior de inflação, indicando a credibilidade nula no primeiro trimestre, herdada do Governo Dilma. Contudo, em 23 meses seguidos, a expectativa de inflação do mercado ficou abaixo da meta central, indicando aumento da credibilidade em seu mandato. É também possível notar que a partir de janeiro de 2019, mês que marcou o início do governo do presidente Jair Bolsonaro, a expectativa de inflação do mercado ficou abaixo da meta central em 23 meses consecutivos, dentre eles, a expectativa de mercado ficou acima do limite inferior em 17 meses e abaixo em 6 meses consecutivos. Entretanto, a partir de fevereiro de 2021, a conjuntura econômica mudou, e as expectativas do mercado ficaram acima da meta central em 9 meses consecutivos, sendo que, em 6 deles, a expectativa de mercado ultrapassou o limite superior de inflação, indicando credibilidade nula para o último semestre observado.

O Gráfico 1 representa os índices de credibilidade posteriores aos do governo da ex-presidente Dilma Rousseff, até outubro de 2021.



Fonte: Construção própria a partir do cálculo do ICSN.

Segundo Mendonça (2004), é considerada alta a credibilidade igual ou superior a 0,7. Assim, pode-se dizer que dos 28 meses do Governo Michel Temer, a credibilidade apresentou-se alta em 7 meses, apresentou-se baixa em 16 meses e nula em 5 meses. Da mesma forma, para o governo do presidente Jair Bolsonaro, dos 34 meses de governo até o momento, a credibilidade apresentou-se alta em 11 meses, apresentou-se baixa também em 11 meses e nula em 12 meses.

4 A EVOLUÇÃO DA CREDIBILIDADE E DA INCERTEZA

Nas seções anteriores, foram abordados os conceitos de Credibilidade e de Incerteza, e como nos períodos de crise econômica ocorre a redução da credibilidade do BCB e o aumento da incerteza econômica, como na crise da pandemia do COVID 19. Para isso, foram coletados os índices de credibilidade e de incerteza encontrados, na literatura, e após isso foram calculados os indicadores de credibilidade do período posterior ao Governo Dilma Rousseff.

Feita a coleta dos índices de credibilidade e de incerteza, e calculados os indicadores de credibilidade, posteriores ao Governo Dilma, convém tratar como evoluíram os indicadores dessas duas variáveis, desde que obtiveram estudos, nas últimas décadas, que ganharam destaque, na literatura, e facilitaram mensurar os seus níveis, dando suporte a uma comparação entre elas, nos períodos de destaque da economia brasileira. Portanto, antes de partir para a análise comparativa entre a Credibilidade e a Incerteza para encontrar a relação entre elas, foram evidenciados, nessa seção, como evoluíram os seus índices a partir do início do século XXI.

4.1 OS ÍNDICES DE CREDIBILIDADE POR PERÍODO

No ano 2000, a credibilidade apresentou-se alta e estável, girando em torno de 0,75 e 1. Já em 2001, ela sofreu queda gradativa, até tornar-se nula, no final do mês de julho, devido a “três elementos básicos: o anúncio de racionamento de

energia elétrica, a crise que se anunciava na Argentina e a queda na atividade econômica mundial.” (MENDONÇA, 2004, p. 350). Em 2002, o índice de credibilidade mostrou-se baixo, sobretudo, no segundo semestre do ano.

Para o governo Lula, iniciado em 2003, os dados do Banco Central indicaram baixa credibilidade, principalmente, nos primeiros anos do seu mandato. A meta da inflação não foi cumprida em três anos consecutivos: 2003, 2004 e 2005. Em 2003, por exemplo, a meta foi de 8,5% e a inflação atingiu os 9,3%. Em 2004, a meta foi de 5,5% e a inflação chegou a 7,6%. Em 2005, a taxa de inflação ficou em 5,97%, ultrapassando a meta central de 4,50%, em 1,47 pontos percentuais.

Posteriormente ao Governo Lula, o governo da ex-presidente Dilma Rousseff também foi marcado por baixa credibilidade. O seu *impeachment* foi consequência do decréscimo da estabilidade financeira do país e trouxe incentivo à mensuração do declínio de sua estabilidade. Viana (2016) mensurou a credibilidade do Banco Central do Brasil, ao longo do Governo Dilma por meio do índice ICSN, desenvolvido por Sicsú (2002).

Durante todo o governo Dilma (janeiro de 2011 a maio de 2016), o Conselho Monetário Nacional manteve fixas as metas de inflação em 4,5%, com possível variação de 2%, tornando, então, os limites de inflação entre 2,5% e 6,5%. Após o levantamento de dados, Viana (2016) observou que dos 65 meses do Governo Dilma, em 19 deles, a expectativa de inflação superou o limite de 6,5%. Observou ainda que o Banco Central não conseguiu atingir o centro da meta de inflação de 4,5% em nenhum dos meses do Governo Dilma, tampouco ficar abaixo da meta. Sendo assim, os resultados encontrados expressam a baixa credibilidade para o Governo Dilma Rousseff.

Pode-se arfirmar, resumidamente, que entre os anos 2000 e 2002, a credibilidade iniciou-se em nível elevado, e recuou gradativamente ao longo deste período, até chegar ao nível nulo. Entre 2003 e 2005, os primeiros anos do Governo Lula, a credibilidade demonstrou-se baixa. Para os anos de 2006 a 2010, também referentes ao governo Lula, não foram encontrados, na literatura, os níveis de credibilidade para a realização desse estudo. E entre 2011 a maio de 2016, durante

o governo da ex-presidente Dilma Rousseff, o nível de credibilidade do Banco Central do Brasil apresentou-se baixo.

4.2 OS INDICADORES DE INCERTEZA POR PERÍODO

Segundo Godeiro e Lima (2017), em 2002, houve um aumento significativo da incerteza macroeconômica no Brasil. Eles também abordaram sobre a elevação do nível de incerteza antes das duas últimas recessões e verificaram que houve um crescimento no índice de incerteza no início de 2008, que poderia indicar a recessão do ano seguinte. Da mesma forma que o aumento do índice de incerteza no ano de 2013 previu a recessão brasileira de 2014.

Como explicitado, em seção anterior, o conjunto de medidas adotadas, no Brasil, em 2011, a chamada nova matriz macroeconômica, também provocou o aumento da incerteza econômica brasileira. Ademais, sabe-se que os anos de 2014 e 2015 foram marcados por elevados níveis de incerteza, resultante do cenário econômico, que ocasionou o efeito *wait and see*, no qual os agentes esperam e veem como o futuro irá se desdobrar.

Barboza e Zilberman (2018) também indicam que a incerteza macroeconômica tem atingido os níveis recordes, no Brasil, iniciado, em 2014, com as eleições presidenciais, que marcaram o princípio de um período de alta incerteza, presente até hoje. Nos dois anos consecutivos, 2015 e 2016, registrou-se os dois maiores níveis de incerteza de toda a série histórica do indicador, construído por Baker et al. (2016).

Pode-se dizer, resumidamente, que 2002 marcou o início de um período de incerteza macroeconômica, no Brasil. Outrossim, o começo de 2008 e o ano de 2013 ainda se destacaram pelo elevado aumento do índice de incerteza. Além da matriz macroeconômica, principiada, em 2011, que também elevou os níveis de incerteza da economia brasileira. Por fim, os anos de 2014, 2015 e 2016 se evidenciam pelos elevados níveis de incerteza. Assim, pode-se sublinhar que entre 2002 e 2016 a incerteza da economia brasileira sofreu elevação, com destaque para os anos

citados, neste parágrafo. Vale acrescentar que não foi encontrado, na literatura, os resultados para os níveis de incerteza entre 2017 e 2019, até a realização desse estudo. Não obstante, com a pandemia do COVID 19, iniciada, no Brasil, em 2020, o país terá um período de incerteza econômica pela frente.

5 ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE CREDIBILIDADE E INCERTEZA

O objetivo desta seção é o de fazer uma análise comparativa entre os índices de credibilidade e os de incerteza encontrados, na literatura, e mostrar como essas duas variáveis estão relacionadas, pois é a principal proposta dessa pesquisa.

Como pode ser visto, na Tabela 1, apresentada na seção anterior, a credibilidade na economia brasileira para o ano de 2021, sofreu queda, iniciada no mês de março. Em fevereiro, o índice de credibilidade estava alto, 0,92 e no mês seguinte, março, caiu para 0,29, e para 0,14, em abril. A partir de maio houve uma queda para o nível zero e manteve-se nulo nos cinco meses consecutivos. Cabe acrescentar que a credibilidade se apresentar nula por seis meses seguidos, pode ser explicado pelo elevado nível de incerteza econômica, consequente da crise provocada pela pandemia do COVID 19, que trouxe para a economia brasileira variações no Índice de Confiança do Consumidor e no Índice de Expectativas do Consumidor – calculado pela Federação de Comércio do Estado de São Paulo. Essas são algumas das variáveis, utilizadas para calcular os indicadores de Incerteza Econômica. Além delas, o Índice de Incerteza de Política Econômica – EPU e o Indicador de Incerteza da Economia – calculado pelo Instituto Brasileiro de Economia (IBRE - FGV) são outras *proxies* criadas para o cálculo da incerteza, resultado dessa crise.

Outro fato que explica como a variação do nível de incerteza econômica impacta na credibilidade é a sequência dos baixos níveis de credibilidade, iniciados no mesmo período que a crise econômica, decorrente da pandemia. Cabe destacar que em períodos de crise, a tendência da incerteza é sofrer elevação. Já no primeiro mês da pandemia e a consequente elevação da Incerteza Econômica, o ICSN caiu

de 0,46, em fevereiro, para 0,29, em março, e apresentou-se nulo, nos seis meses consecutivos, no caso, entre abril e setembro de 2020. Os meses de outubro e novembro também apresentaram índices de credibilidade baixos, 0,34 e 0,69, respectivamente.

Quanto à incerteza econômica, os dados vistos, na literatura, compreendem o período entre 2002 e 2016. Não foram encontrados os resultados para os níveis de incerteza entre 2017 e 2019, durante a realização desse estudo. No entanto, com a pandemia do COVID 19, principiada, no Brasil, em 2020, o país começou um período determinado pela incerteza econômica.

A literatura revela que o ano de 2002 marcou o início de um período de incerteza macroeconômica, no Brasil, além disso, no início de 2008, ainda foi registrado a elevação do nível de incerteza, que foi significativa para a recessão do ano seguinte. Sabe-se ainda que em 2011, com a matriz macroeconômica, houve, mais uma vez, aumento da incerteza. Em 2013, ocorreu a elevação do índice de incerteza, que previu a recessão brasileira de 2014. Dessa forma, em 2014, 2015 e 2016 também se verificaram elevados níveis de incerteza, devido à recessão econômica, que provocou o efeito *wait and see*, no qual os agentes esperam e veem como o futuro irá se desdobrar. Além do mais, sabe-se que a incerteza macroeconômica tem atingido níveis recordes, no Brasil, a partir das eleições presidenciais de 2014, que marcaram o início de um período de alta incerteza, presente até hoje.

Destarte, pode-se ressaltar que entre 2002 e 2016, a incerteza da economia brasileira sofreu elevação, com destaque para os anos citados no parágrafo anterior. Para a realização desse estudo, não foi encontrado, na literatura, os resultados para os níveis de incerteza entre 2017 e 2019. Contudo, com o início da pandemia do COVID 19, que começou, no Brasil, em 2020, o país espera um período de incerteza econômica pela frente.

Resumidamente, entre 2002 até a realização dessa pesquisa, o Brasil registrou altos índices de incerteza econômica. Essa afirmativa só não pode ser

aplicada para o período entre 2017 e 2019, já que não foram encontrados resultados na literatura para este triênio.

Incerteza Econômica é uma variável de difícil mensuração. Na literatura, foram encontrados apenas choques de incerteza e o impacto desses choques em outras variáveis macroeconômicas. Nos trabalhos analisados, relacionados à incerteza econômica, verificou-se que desde 2002, os estudos abordam basicamente, os impactos dos elevados níveis de incerteza e não a variação dos indicadores de incerteza, em si.

É possível afirmar que a Incerteza Econômica provoca a queda na Credibilidade, mas ela não é uma determinante da Credibilidade, pois existem outras variáveis que também causam impacto no nível de credibilidade. Em todo o período analisado, a incerteza mostrou-se elevada, e mesmo assim os indicadores de credibilidade apresentaram oscilações tanto negativas como positivas.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao iniciar esse estudo, foi constatado que, em função da crise consequente da pandemia do COVID 19, está ocorrendo uma redução do nível de credibilidade do Banco Central do Brasil e um aumento de percepção dos agentes quanto às variações do nível de incerteza econômica.

Diante disso, esse trabalho teve como objetivo investigar se a incerteza econômica traz impactos para a credibilidade do Banco Central do Brasil, através do levantamento e da comparação dos índices de credibilidade e de incerteza, além do cálculo dos indicadores de credibilidade, posteriores ao Governo Dilma. Ainda teve como propósito comparar se os períodos de baixa credibilidade são acompanhados de uma alta no nível de incerteza.

Pode-se dizer que o intuito desse estudo foi atendido, dado que efetivamente, o trabalho conseguiu demonstrar que a incerteza econômica traz impacto para a credibilidade da autoridade monetária, por meio dos resultados encontrados dos ICSN. Os períodos de baixa credibilidade são consequência de uma alta no nível de incerteza econômica. Entretanto, a Incerteza não é a única variável que influencia a Credibilidade, já que também foram vistos períodos de alta incerteza concomitante com alta credibilidade.

A pesquisa partiu da hipótese de que a incerteza econômica impacta a credibilidade da autoridade monetária, porque diante da imprevisibilidade futura, as firmas e os consumidores tendem a postergar as suas decisões de investimento e de consumo, respectivamente, enquanto aguardam o retorno da estabilidade econômica, desestruturando o sistema econômico com elevados níveis de inflação e consequente perda de credibilidade da autoridade monetária. No decorrer do trabalho, foi constatado que, de fato, os períodos de alta incerteza reduzem os índices de credibilidade, confirmando, assim, a hipótese inicial.

Para realizar esse estudo, foram utilizados artigos que abordam o tema Credibilidade e Incerteza, posteriormente foram comparados os resultados que envolvem essas duas variáveis para a economia brasileira. Assim, a metodologia utilizada foi uma análise descritivo-comparativa dos dados e o cálculo dos índices de credibilidade posteriores ao Governo Dilma Rousseff, até outubro de 2021, por intermédio do Índice de Credibilidade de Sicsú Normalizado – ICSN.

REFERÊNCIAS

- BAKER, S. R.; BLOOM, N.; DAVIS, S. J. Measuring economic policy uncertainty. **The Quarterly Journal of Economics**, [S. l.], ano 2016, v. 131, n. 4, 2016. Articles, p. 1593–1636. DOI 10.1093/qje/qjw024. Disponível em: <https://academic.oup.com/qje/article/131/4/1593/2468873>. Acesso em: 10 set. 2021.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (Brasil). Focus – Relatório de Mercado. *In*: BANCO CENTRAL DO BRASIL (Brasil). **Publicações e pesquisa**. [Brasília, DF]: Banco Central do Brasil, 2021. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>. Acesso em: 15 set. 2021.
- BARBOZA, R. de M.; ZILBERMAN, Eduardo. Os efeitos da incerteza sobre a atividade econômica no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, [s. l.], ano 2018, v. 72, n. 2, p. 144–160, abr/jun 2018. DOI 10.5935/0034-7140.20180007. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rbe/a/LKcZTCVKrRcFGQ8YDFskZbM/abstract/?lang=pt#>. Acesso em: 22 set. 2021.
- BERNANKE, B. S. Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment. **The Quarterly Journal of Economics**, [S. l.], ano 1983, v. 98, n. 1, 1 fev. 1983. Articles, p. 85–106. DOI 10.2307/1885568. Disponível em: <https://academic.oup.com/qje/article-abstract/98/1/85/1869115?redirectedFrom=fulltext>. Acesso em: 10 set. 2021.
- BLOOM, N. Fluctuations in uncertainty. **Journal of Economic Perspectives**, [s. l.], ano 2014, v. 28, n. 2, p. 153–176, Spring 2014. DOI 10.1257/jep.28.2.153. Disponível em: <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.28.2.153>. Acesso em: 10 set. 2021.
- CECCHETTI, S. G.; KRAUSE, S. Central bank structure, policy efficiency, and macroeconomic performance: exploring empirical relationships. **Review, Federal Reserve Bank of St. Louis**, [s. l.], ano 2002, v. 84, n. 4, p. 47-60, jul/ago 2002. DOI 10.20955/r.84.47-60. Disponível em: <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/02/07/47-60Cecchetti.pdf>. Acesso em: 8 set. 2021.
- DIXIT, A. K.; PINDYCK, R. S. **Investment under uncertainty**. [S. l.]: Princeton University Press, 1994. 488 p. ISBN 9780691034102.
- FILHO, A. E. da. C. Incerteza e atividade econômica no Brasil. **Economia Aplicada, SciELO Brasil**, [s. l.], ano 2014, v. 18, n. 3, p. 421-453, set 2014. DOI 10.1590/1413-8050/ea607. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/eco/a/PQcT8zTPYDppB4XtqmZzNMF/?lang=pt>. Acesso em: 28 set. 2021.
- GODEIRO, L. L.; LIMA, L. R. R. de O. Medindo incerteza macroeconômica para o Brasil. **Economia Aplicada**, [s. l.], ano 2017, v. 21, n. 2, p. 311-334, 2017. DOI 10.11606/1413-8050/ea156958. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/ecoa/article/view/135146>. Acesso em: 19 set. 2021.

JURADO, K.; LUDVIGSON, S. C.; NG, S. Measuring uncertainty. **American Economic Review**, [s. l.], ano 2015, v. 105, n. 3, p. 1177-1216, mar 2015. DOI 10.1257/aer.20131193. Disponível em: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.20131193>. Acesso em: 12 set. 2021.

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. **Journal of Political Economy**, [s. l.], ano 1977, v. 85, n. 3, p. 473-492, 1977. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1830193>. Acesso em: 18 set. 2021.

MENDONÇA, H. F. de. A teoria da credibilidade da política monetária. **Revista de Economia Política**, [s. l.], ano 2002, v. 22, n. 3, p. 429-448, jul/set 2002. DOI 10.1590/0101-31572002-1263. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rep/a/6B4BpRSB4sdwTPjYq9M6JwR/>. Acesso em: 30 set. 2021.

MENDONÇA, H. F. de. Mensurando a credibilidade do regime de metas inflacionárias no Brasil. **Revista de Economia Política**, [s. l.], ano 2004, v. 24, n. 3, p. 346-353, jul/set 2004. DOI 10.1590/0101-35172004-1618. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rep/a/rX6GXDtZBhJDgh8mTXNwX8P/?lang=pt>. Acesso em: 29 set. 2021.

RIBEIRO, C. G.; OLIVEIRA, M. A. S.; LIMA, I. B. de. Síntese teórica da credibilidade e consistência da política monetária e seus custos em termos de desemprego no Brasil. **Sociedade Brasileira de Economia, Administração e Sociologia Rural (SOBER)**, São João Del Rei, ano 2006. DOI 10.22004/ag.econ.148312. Disponível em: <https://ideas.repec.org/p/ags/sobr06/148312.html>. Acesso em: 15 set. 2021.

ROGOFF, K. The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. **The Quarterly Journal of Economics**, [s. l.], ano 1985, v. 100, n. 4, p. 1169-1189, nov 1985. DOI 10.2307/1885679. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1885679>. Acesso em: 25 ago. 2021.

SANTOS, F. R. dos. **Incerteza econômica e a eficácia da política monetária no Brasil**. Orientador: Wilson Luiz Rotatori Corrêa. 2019. 74 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Faculdade de Economia, Universidade Federal de Juiz de Fora, Juiz de Fora, 2019. Disponível em: <https://repositorio.ufjf.br/jspui/handle/ufjf/9991>. Acesso em: 5 set. 2021.

SICSÚ, J. Expectativas inflacionárias no regime de metas de inflação: uma análise preliminar do caso brasileiro. **Economia Aplicada**, [s. l.], ano 2002, v. 6, n. 4, p. 703-711, 2002.

SVENSSON, L. E. O. Optimal inflation targets, "conservative" central banks, and linear inflation contracts. **The American Economic Review**, [s. l.], ano 1997, v. 87, n. 1, p. 98-114, mar 1997. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2950856>. Acesso em: 14 set. 2021.

VIANA, L. M. **A credibilidade do Banco Central durante o governo Dilma (janeiro de 2011 a maio de 2016)**. Orientador: Alexandre Flávio Silva Andrada. 2017. 31 f. Trabalho de conclusão de curso (Bacharelado em Ciências Econômicas) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de Brasília, Brasília, 2016. Disponível em: <https://bdm.unb.br/handle/10483/18117>. Acesso em: 16 set. 2021.

WALSH, C. E. Optimal contracts for central bankers. **The American Economic Review**, [s. l.], ano 1995, v. 85, n. 1, p. 150-167, mar 1995. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2118001>. Acesso em: 23 ago. 2021.