

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO**

**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO**



## **Importância da Comunicação dos Bancos Centrais**

**João Vitor Duarte Machado de Sant'Anna**

**Matrícula: 1811912**

**Orientador: Maria Claudia Gomes Pereira Sarmiento Gutierrez**

**Novembro de 2021**

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma fonte de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente a minha família, que sempre me apoiaram e me deram todo o suporte moral e financeiro para que eu pudesse me dedicar exclusivamente aos estudos.

A professora e orientadora, Maria Claudia Gutierrez, que acreditou em mim, me inundou com conhecimento e me deu diversas oportunidades que foram fundamentais para meu crescimento.

Por fim, um agradecimento aos meus colegas, que sempre estiveram do meu lado e que sem eles meu aprendizado na faculdade não teria sido o mesmo.

## Sumário

RESUMO .....	4
1. INTRODUÇÃO .....	5
2. IMPORTÂNCIA DA COMUNICAÇÃO DO BC.....	7
3. OS LIMITES DA INFORMAÇÃO .....	11
4. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA.....	13
5. A COMUNICAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL.....	16
6. CONCLUSÃO .....	23
BIBLIOGRAFIA.....	25

## **RESUMO**

O presente trabalho se propõe a esclarecer a evolução da transparência na comunicação do Banco Central do Brasil na condução da política monetária em busca da estabilidade de preços.

Inicialmente será apresentada a importância da troca de informação mais aberta e os efeitos esperados na economia. Sendo analisado o fenômeno inflacionário e seus impactos. Posteriormente serão apresentados os resultados da experiência internacional acerca da decisão e da comunicação, explorando o que importantes trabalhos e autores têm a dizer sobre o assunto.

Em seguida, será traçada uma comparação com o progresso da transparência na comunicação Banco Central do Brasil e seus efeitos desde o marco do regime de metas para a inflação. Buscando assim trazer conclusões acerca do tema para o futuro.

## 1. INTRODUÇÃO

Muito se passou desde a criação dos primeiros Bancos centrais. Concebidos a partir da necessidade dos governos em se financiar, num primeiro momento, e atuar como prestamistas de última instância para as instituições financeiras, numa fase posterior, Bancos Centrais (BC) sempre tiveram uma relação privilegiada com o Estado. E, como acontecia em toda relação entre banco e cliente, as informações eram tratadas como confidenciais e guardadas a sete chaves.

BCs são uma instituição de configuração relativamente recente, tendo surgido na maior parte dos países industrializados no final do século XIX ou na primeira metade do século XX. O primeiro BC foi o *Riksbank*, fundado na Suécia, em 1668, que se caracterizou por funções de caráter comercial. Bank of England, fundado em 1694, inicialmente como instituição privada, foi a primeira instituição a agrupar de forma mais clara as funções de um banco central.

Na evolução dos objetivos dos BCs desde os primórdios dos pioneiros até hoje podemos destacar: sua missão inicial de financiar governos (e guerras); ajudar a desenvolver o sistema financeiro; organizar emissão de moeda; no século 19 quando cuidar da estabilidade do sistema financeiro, garantir estabilidade da taxa de câmbio (*external value of the currency*) e estabelecer linhas de empréstimos de redesconto tornam suas funções de BC mais bem definidas.

A partir do século 20/pós-Grande Depressão os objetivos de estabilidade monetária e utilização eficiente dos fatores de produção passam a nortear sua ação estabilizadora mais evidente e, após o colapso do Sistema de Bretton Woods e aceleração da inflação nas economias desenvolvidas, a estabilidade de preços (*domestic value of the currency*) torna-se o principal objetivo dos BCs. É a partir desta fase que o tema “Autonomia de BC”, relacionado à execução da política monetária ganha fôlego, levando a sua configuração atual no século 21, definida pelo “Triângulo moderno dos BCs”, caracterizada pelo tripé Autonomia, Responsabilização Democrática e Transparência.

A autonomia legal do Banco Central brasileiro veio em um contexto de grandes choques que fizeram as expectativas flertarem com o descontrole. Ela garantiu um novo fôlego para a confiança popular acerca das políticas monetárias e marcou um novo capítulo da comunicação do BCB. Contribuindo para o fortalecimento da instituição e reafirmando os benefícios de uma atuação transparente e responsável. A maior autonomia do banco aparece como uma fortificação do trabalho da política monetária em busca da estabilidade de preços blindando a instituição e afastando distorções futuras na economia. A lei que prevê a autonomia da

instituição determina que o presidente do banco tenha um mandato fixo de quatro anos, buscando a independência técnica, operacional, administrativa e financeira, ao não mais coincidir mandatos com o Presidente da república.

Procurando separar o ciclo político do ciclo de política monetária, fazendo com que o banco possa focar no seu objetivo de longo prazo com a estabilidade de preços, sem deixar de lado o crescimento econômico. Esse ponto se faz necessário já que, pela própria natureza, a política monetária e o ciclo político tem horizontes de objetivos distintos. As instituições monetárias, por conta da defasagem entre as suas decisões e seus impactos sobre a economia, possuem um horizonte mais longo do que a política, essa que muitas vezes é ditada pela duração de mandatos. E, com a separação do Banco Central brasileiro da política, os formuladores de expectativas ficam mais moderados acerca do medo de um possível desvio do banco de seu objetivo principal. Criando uma maior credibilidade sobre a instituição, dando espaço para uma comunicação mais contundente e eficaz.

Atualmente a comunicação e transparência são temas amplamente discutidos por Bancos centrais de todo o globo por décadas. E, assim como em diversos campos da economia onde testes socioeconômicos são impossíveis e modelos são feitos para se aproximar da realidade, a experiência passada se faz de bom uso como ferramenta de análise. Com isso em mente, revisões bibliográficas aparecem com bons olhos para estudiosos da economia. Em casos como esse, podemos observar que não é de todo mal estar atrasado na agenda econômica, isso porque podemos fazer estudos de casos e entender quais são as melhores diretrizes a se seguir.

Tendo isto e o atual ambiente econômico brasileiro em mente, o estudo feito busca analisar a importância da comunicação transparente e da credibilidade do Banco Central do Brasil na atuação da política monetária sobre a instabilidade de preços. O foco do trabalho é, portanto, voltado para a ação da instituição monetária, que visa o controle da inflação.

O trabalho será iniciado com uma apresentação dos trabalhos feitos ao longo dos anos acerca de comunicação e transparência dos Bancos Centrais, explorando as principais conclusões. Seguido de uma alusão a teoria que ronda a exposição dos bancos e a criação de expectativas. Ao final, é examinada a experiência brasileira e quais foram seus resultados. Buscando assim afirmar a importância do regime de metas para inflação escolhido pelo BCB.

## 2. IMPORTÂNCIA DA COMUNICAÇÃO DO BC

A comunicação é uma importante ferramenta para os Bancos Centrais. Grande parte do objetivo de estabilidade de preços se dá na política monetária buscando controlar as expectativas dos agentes privados. Uma vez que esses agem tomando suas decisões baseados nas informações disponíveis, as instituições podem modelar o que o público recebe de informação, e assim buscar alinhar os pensamentos das duas pontas (Woodford, 2003). A troca de informação se destaca como instrumento na ajuda de guiar as expectativas do público, buscando a redução de assimetrias entre as informações disponíveis ao BC e ao mercado.

Os anúncios dos Bancos Centrais vão ser a provisão de informação para o público acerca da política monetária de curto e longo prazo, do cenário econômico e dos objetivos a serem perseguidos pela instituição. Os comunicados vão direcionar as expectativas dos agentes quanto a política monetária do futuro e à inflação esperada, por exemplo. Assim, os anúncios do BC agem guiando o público e, portanto, terão um importante papel no processo de tomada de decisões, tanto dos agentes privados quanto do próprio banco.

A ferramenta mais utilizada pela política monetária moderna, a taxa básica de juros, vai ser o principal transmissor utilizado pela comunicação. Mesmo que grande parte da população, pelo menos a brasileira, não sabe da influência da taxa de juros, ela continua afetando a todos ao “aquecer” ou “esfriar” a economia. As decisões quanto investir ou consumir são tomadas levando em conta, mesmo que inconscientemente, as taxas de juros, o ambiente atual da economia e nas expectativas formadas. O potencial que a instituição monetária tem em afetar a estrutura a termo da taxa de juros e, assim, exercer seu poder sobre as decisões dos agentes, está ligado à forma que o banco informa o público. A credibilidade é fundamental nesse ponto, já que, para o BC afetar as expectativas, ele deve ser levado a sério pelo mercado.

No contexto da comunicação dos bancos, foi inserido o ferramental do *forward guidance*. Essa orientação para o futuro leva esse nome pois se refere aos anúncios dos Bancos Centrais sobre o estado da economia e os prováveis cursos da política monetária. É uma garantia “verbal” pelas instituições financeiras sobre suas intenções acerca do futuro da economia, são usadas frases e comunicados remetendo a ações futuras condicionadas no tempo e ao estado da economia. O que vai buscar fortalecer as crenças dos agentes privados, que muito provavelmente vão usar as informações e agir de acordo com o que está planejado.

A mensagem clara dos Bancos Centrais para o público é uma ferramenta fundamental para a prevenção de surpresas que possam perturbar o mercado e causar flutuações

significantes nos preços. Como os agentes privados fazem projeções condicionais acerca do futuro, tudo vai depender de a instituição ser levada a sério ou não. Por isso a credibilidade é fundamental na busca de manobrar o mercado para o caminho certo, e assim maximizar a ação da política monetária. Logo, a comunicação é um meio importante para os bancos centrais influenciarem as expectativas dos agentes (Gürkaynak, Sack e Swanson; 2005).

Vemos também como desviar da meta e dos objetivos pode ser prejudicial. Como a função da comunicação é alinhar as expectativas a partir da credibilidade, e os agentes além das informações futuras usam as informações passadas para gerar expectativas, quando o banco desvia de seu objetivo a credibilidade decai fortemente. O que mostra a importância de os BCS serem independentes e seguirem seu único objetivo.

Segundo a teoria podemos afirmar que a comunicação atua como um instrumento útil da política monetária. Entretanto, ainda existem divergências acerca de como usá-la, em qual nível ela se torna ótima e o que deve ser comunicado. Os trabalhos levantados vão explorar a teoria da comunicabilidade dos Bancos Centrais, e adentrar na experiência brasileira. Buscando assim trazer comprovações quanto as medidas a serem tomadas.

## 2. OS LIMITES DA COMUNICAÇÃO

Intuitivamente, os economistas contemporâneos assimilam que quanto mais informação melhor. No atual entendimento da Economia Monetária básica, é argumentado que o fato de um banco central comunicar de forma mais completa seus objetivos, sua avaliação dos efeitos das ações de política e informações sobre as condições econômicas leva a um aumento do bem-estar social. O racional é que políticas mais previsíveis fazem os agentes serem mais capazes de alinhar suas decisões com as da instituição monetária. Assim, a economia se ajustaria de maneira mais suave, na medida em que as partes possam prever com mais precisão as trajetórias temporais das variáveis que os BCs considerem relevantes.

Entretanto, por ser um assunto subjetivo, a comunicação e transparência dos Bancos Centrais não pode ser tratada como uma ciência exata de sim ou não. São inegáveis os



benefícios da troca de informações entre as instituições e os agentes, todavia quantificar e qualificar os comunicados é uma tarefa árdua e que as instituições ainda não chegaram em um consenso na mensagem ótima. Assim, o capítulo vai buscar elucidar o que os trabalhos e pesquisas têm a dizer sobre os limites da comunicabilidade dos Bancos Centrais.

A transparência da política monetária refere-se à ausência de informações assimétricas sobre a formulação da política monetária. Portanto, um banco central transparente é previsível, ou anseia em ser. Parece ser por esse motivo que vemos um crescimento significativo na divulgação de informações pertinentes à formulação de política monetária durante as últimas décadas. *Geraats* (2009), em seu *paper*, mostra que os maiores aperfeiçoamentos na comunicação se deram nas decisões da política monetária e na análise macroeconômica. Contudo, como existem diferenças no que diz respeito as políticas adotadas por cada Banco Central, cada caminho observou uma mudança na transparência e alcançou diferentes metas de inflação e desenvolvimento.

Ainda para *Geraats*, em seu trabalho “*Trends in Monetary Policy Transparency*”, a autora é uma radical quanto a comunicação. Para ela é essencial que os documentos, assim como cada voto das reuniões dos agentes formuladores de políticas monetárias, sejam disponibilizados para o público. Buscando facilitar a análise do ambiente macroeconômico, a inclinação da instituição monetária e a probabilidade de um movimento político para certo lado. Como resultado, *Geraats* defende a publicação de atas e padrões de votação dizendo que elas aumentam a previsibilidade da política monetária no médio prazo, e que é preferível remediar as lacunas de transparência por meio de liberações controladas, em vez de correr o risco de falhas de comunicação pela fala, ao fazer apenas entrevistas por exemplo.

*Mishkin*, por outro lado, argumenta que a transparência das instituições monetárias nos seus processos decisórios é benéfico apenas quando simplifica a comunicação com o público e ajuda a gerar apoio para que os bancos centrais conduzam a política monetária de maneira otimizada, com foco apropriado nos objetivos de médio/longo prazo.

Em “*Can Central Bank Transparency Go Too Far?*” (*Mishkin* 2004), o autor defende que algumas sugestões para aumentar a disseminação de informações podem complicar o processo de comunicação entre as partes. O argumento é que transparência demasiada pode confundir os agentes criadores de expectativa e atar os movimentos da instituição monetária, a economia comportamental e temas como “*choice overload*” (*Scheibehenne*, 2010) mostram que na realidade os indivíduos não são máquinas de assimilar informações como a teoria

econômica básica nos ensinava. Transparência em demasia pode levar a falhas na comunicação e difícil absorção, além do que quanto mais o Banco Central comunicar mais ele se comprometerá a seguir uma agenda que será mais facilmente desviada. No ponto de vista de *Mishkin*, deve-se pensar se o acréscimo na comunicação vai ajudar o BC a fazer o seu trabalho, isto é, se permite que ele conduza a política monetária de maneira otimizada com um foco apropriado nos objetivos de longo prazo, qualquer transparência além desse ponto poderá enfraquecer o poder das instituições.

*Blinder e Goodhart et al 2001* vão além. Os autores vão seguir a linha do *Mishkin* de que é essencial para um banco central esclarecer seus objetivos de longo prazo. Eles também concordam que todas as decisões das instituições monetárias deveriam ser anunciadas publicamente logo que forem feitas juntamente com grande parte dos métodos usados. Não deve existir nenhuma vantagem informativa para “*insiders*”.

O ponto que *Blinder e Goodhart et al 2001* se destacam é que eles vão fugir de uma regra de ouro para a comunicação. Ou seja, ao analisar uma gama de instituições eles puderam ver que a comunicação se adequa a cada realidade do alvo a ser seguido, do objetivo de longo prazo. Quanto mais objetivos a entidade seguir, mais ela precisará elaborar sua comunicação e mais difícil será a troca. Bancos que perseguem apenas uma meta, como a taxa de inflação ou a taxa de câmbio, tem uma tarefa relativamente “fácil” em comparação com bancos que perseguem diversas metas.

Nas últimas décadas, pudemos observar um movimento quase que homogêneo globalmente. Todos os bancos centrais parecem evoluir em direção a maior transparência. Entretanto, cada BC vai refletir sua realidade no regime de comunicação adotado, isto é, a entidade se adapta a realidade macroeconômica em que ela e o país se encaixam. E, assim o regime escolhido vai ser peça chave para a escolha do grau de troca de informações entre os agentes.

Finalmente, o fato de que as políticas de comunicação diferem consideravelmente de um banco central para outro – e, ainda parecem “funcionar” - serve como um lembrete de que os formadores de expectativas (a população) se preocupam pouco com os detalhes (não importa o quão importante esses detalhes possam parecer para os formuladores de política). As pessoas parecem estar interessadas no quadro geral, que é o regime de política (os objetivos do banco central). Ou seja, as comunicações do Banco Central devem ser pensadas quanto a estratégia a ser escolhida, todos os bancos centrais passam informações a população, a questão enfrentada

pelas instituições é como combinar vários tipos de mensagens de uma forma que melhor informe o público e facilite os resultados pretendidos.

### **3. OS LIMITES DA INFORMAÇÃO**

O valor da informação depende de diversos fatores, de como é passada, da quantidade e dos receptores dos dados. Grande parte das comunicações sofrem de imperfeições na transmissão, e a informação transmitida pelos Bancos Centrais muitas vezes podem ser ruidosas, tanto por parte do transmissor quanto por parte dos recebedores. As falhas nos entendimentos dos informes fazem com que a serventia da comunicação seja ambígua. Como as instituições e o público não tem conhecimento perfeito sobre as estruturas da economia e sobre os choques que se fazem sobre ela, existe o risco de os Bancos Centrais distraírem a população e afetarem negativamente as políticas monetárias. Assim, é delicado saber no que focar quando tratado de certos assuntos, levando os bancos a muitas vezes preferir concentrar suas políticas de comunicação nas informações que eles mais conhecem ou até não comunicar em absoluto.

Ademais, sabemos que no mundo tangível o setor privado não vive em uma sistemática de informação completa. Isso preocupa os formuladores de políticas pois, se o público não for capaz de avaliar com precisão a qualidade das informações transmitidas pelos bancos centrais, a comunicação possivelmente imperfeita tem o potencial de distrair e resultar em piores resultados. Fica claro que a informação é uma ferramenta que afeta ambas as partes, e, para que seja benéfica, os lados precisam estar alinhados.

Buscando esclarecer os limiares da informação trago o paper “*Imperfect Central Bank Communication - Information versus Distraction*” (Orphanides, Dale and Österholm (2008)). Como já levantado no parágrafo, o *paper* leva em consideração os benefícios e limitações potenciais das comunicações do banco central em um modelo que reconhece que os agentes formam suas expectativas em um cenário de conhecimento imperfeito. Tanto o banco quanto o setor privado têm informações incompletas e estão engajados na aprendizagem perpétua aos olhos dos autores, e, ao levar essa hipótese em conta vemos que nem sempre as previsões de

uma parte é superior à da outra. Deste modo, os economistas vão criar um modelo para analisar e comparar diferentes estruturas quanto a informação.

Primeiramente, os autores analisam a importância da informação em um modelo utópico, onde tanto o Banco Central quanto o setor privado trabalham com informação completa e são todos racionais. Assim, os agentes possuem a “memória infinita” e, portanto, as estimativas convergem sempre para seus valores exatos e a solução de conhecimento perfeito é alcançada. Dessa maneira, os agentes produzem previsões idênticas, o que faz com que a informação publicada pelo banco central não tenha efeito sobre a população.

A comunicação passa a ser importante no caso principal (que mais se aproxima da realidade) do *paper*, onde presume-se que tanto o banco central quanto o setor privado estão aprendendo constantemente sobre a economia por meio da troca de informação. Nesse modelo central os participantes não possuem informação perfeita e não são racionais, os fazendo ter que absorver os sinais externos e aprender com os outros agentes. É nesse caso que a dúvida quanto a publicação de material dos bancos se constrói, isso porque esse tipo de informação nem sempre é absorvida da forma correta e pode ser incompreendida, ou até ser desacreditada dependendo do ambiente econômico do país.

O que os autores concluíram com essa análise foi que o resultado da publicação das informações vai depender tanto de como o banco as libera como de como o setor privado as recebe. Ou seja, valor da divulgação das projeções das instituições monetárias depende da capacidade do setor privado em avaliar sua qualidade. Quanto melhor o setor privado avaliar a verdadeira capacidade das informações maior a chance de que as publicações de previsões irão beneficiar a economia. Importante destacar que o efeito informativo pode mudar com o tempo, à medida que os bancos centrais expõem informações corretas melhor o setor privado as recebe e maior será o efeito benéfico delas, e o contrário também é verdade, já que as pessoas sem “memória infinita” tendem a usar experiências passadas na criação de expectativas.

Dito isso, não é de surpreender que quando as previsões dos bancos são relativamente precisas a precisão das expectativas do setor privado aumentam em relação ao caso em que não são publicadas. No entanto, se a precisão da previsão das instituições se deteriorar além de um certo ponto, é preferível para o banco central não publicar a previsão.

Afinal, o que *Orphanides, Dale e Österholm* (2008) nos adicionam em relação à análise da comunicação dos bancos centrais é que a informação pode tanto ser positiva quanto negativa dependendo da leitura dos agentes. Conforme o *paper*, as informações dos bancos precisam ser

apenas um pouco menos precisas do que as do setor privado para que sua comunicação seja prejudicial, entretanto, as informações necessitam apenas de um pouco mais de precisão para serem benéficas.

Vemos assim, que a informação é uma ferramenta delicada que depende de diversos fatores e que pode auxiliar a política monetária por meio da obtenção de resultados mais rápidos e claros, todavia, os bancos centrais devem ser precisos ao informar para não confundir o público formador de expectativas.

#### **4. A TEORIA DA COMUNICAÇÃO**

A comunicação passou a ser uma ferramenta aceita pelos formuladores de política, já são difundidas sua importância e qualidades. A discussão passa de se a comunicação é boa ou não, mas sim, para o quanto de comunicação é ideal.

É sabido entre muitos estudiosos da economia que a teoria tende a se descolar da realidade em diversos casos. Modelos econômicos simulam a realidade de forma simplificada para ajudar no entendimento do que realmente acontece, e foi isso que esse trabalho trouxe até agora. Nesse capítulo busco trazer as facilidades e as dificuldades da comunicação em um ambiente social e político para melhor entendermos o modelo brasileiro.

Conforme já explicitado no texto, a presença de assimetria de informação entre os bancos centrais e o público é a base para a hipótese de transparência. Mas, ao mesmo tempo, o contrário se aplica, como os formadores de expectativas não tem certeza do regime político, ele vai precisar relevar todos os comunicados das instituições. O que muitas vezes pode ser suspeito, principalmente para diferentes observadores. De acordo com *Blinder, Goodhart et al.* (2001), quanto mais transparente, mais sinais o banco envia e, sob essa ótica, mais voláteis são os entendimentos.

Não há dúvidas quanto os problemas da assimetria de informação, como documentado por *Shiller* (2000). A comunicação transparente deve permitir que o público entenda, e possivelmente antecipe, as decisões do banco central, para ver cada uma delas como uma conclusão lógica de uma cadeia de decisões passadas e futuras que miram em um conjunto claro de metas, mas não necessariamente um alvo.

Continuando em *Blinder* (2001), é explorado como a inconsistência intertemporal entre a política e a economia monetária pode afetar as escolhas. Por ser uma instituição pública o banco central deve ser totalmente responsável por todas suas ações e procedimentos. Este princípio estabelece a presunção básica de que todas as informações devem ser divulgadas.

Ainda mais quando os governos e parlamentares que representam os cidadãos também podem ter suas próprias agendas, precisamente por causa do interesse limitado dos cidadãos pelos assuntos monetários. A política está profundamente interessada na economia monetária por causa das responsabilidades compartilhadas e do grande impacto sobre a inflação e atividade econômica. O que reforça a necessidade do Banco Central de ter o compromisso de se responsabilizar por suas ações.

Mesmo havendo um acordo prévio, com um objetivo social fixo e os formuladores de política conheçam o momento e a magnitude dos efeitos de suas ações, a política discricionária, ou seja, a seleção da decisão que seria a melhor, dada a situação atual e uma avaliação correta da posição ao fim do período, não resultaria na maximização social (Kydland e Prescott (1977)). A razão desse paradoxo é que, diferentemente da teoria, o jogo da economia não é contra a natureza, mas, sim, um jogo contra agentes econômicos racionais que formulam expectativas acerca do período futuro.

A teoria de política econômica é um dispositivo de planejamento apropriado para situações nas quais resultados atuais depende apenas das decisões políticas presentes e passadas. O que Kydland e Prescott (1977) argumentam é que é improvável essa teoria ser ótima para casos em que o sistema econômico é dinâmico, isto é, onde as novas decisões dos agentes econômicos também dependem das expectativas quanto a futuras ações. Em situações que a estrutura é bem compreendida, é irreal pensar que os agentes não suporão formas de como a política poderá ser composta no futuro.

As tentativas dos economistas de racionalizar o trade-off entre desemprego ( $u$ ) e inflação ( $\pi$ ) resultou em modelos onde, o desemprego (emprego) é uma função decrescente

(crescente) da discrepância entre as taxas de inflação reais e esperadas. Temos assim a função linear (1):

$$u_t = \theta(\pi_t^e - \pi_t) + u^*, (1)$$

onde  $u_t$  é o desemprego no período  $t$ ,  $\theta$  constante positiva,  $x_t$  a taxa de inflação,  $\pi_t^e$  a taxa de inflação esperada e  $u^*$  a taxa natural implícita por essas teorias.

A teoria econômica também prevê que a expectativa de inflação influencia tanto a dinâmica da inflação como o nível real de atividade. Ademais, de acordo com a curva de Phillips Novo-Keynesiana (2), inflação ( $\pi$ ) depende do mercado de trabalho  $X_t$ , inflação esperada ( $E_t(\pi_{t+1})$ ), e um choque de oferta:

$$\pi_t = kX_t + \beta E_t(\pi_{t+1}) + u_t (2)$$

E, para uma dada taxa de juros, um aumento na inflação esperada implica em menor taxa de juros real, o que implica em maior consumo.

A questão crucial que vemos com as fórmulas teóricas é que suposição fazer em relação às expectativas de preço. A abordagem convencional é presumir que as expectativas dependem de algum modo mecânico dos preços anteriores. Nesse caso a teoria de controle seria uma ferramenta apropriada para determinar a trajetória ótima de desemprego e inflação.

*Akerlof et al. (2000)* também observam que o coeficiente de inflação esperada na curva de Phillips mudou ao longo do tempo e sugere que a maioria das pessoas se comporta "quase racionalmente" no sentido de que quando a inflação está baixa, elas não incorporam totalmente suas expectativas de inflação nas decisões que tomam sobre salários e preços. De forma mais geral, eles acrescentam que "não se trata de como as pessoas formam expectativas, mas de como as usam, mesmo que as usem, esse é o problema" e que mesmo quando as pessoas usam a taxa de inflação esperada para tomar decisões, podem não saber o que os economistas supõem"; por exemplo, "os trabalhadores vêem a inflação como um aumento nos preços e uma redução em seus ganhos reais e não reconhecem totalmente, se é que percebem, que a inflação aumenta a demanda nominal por seus serviços".

A decisão política em cada período consideraria os resultados atuais e uma avaliação adequada da variável de estado das expectativas de preços. Ao contrário da suposição da teoria de controle, o que vemos na realidade é que uma mudança na administração que reflita uma mudança nos custos relativos que a sociedade atribui ao desemprego e à inflação terá um efeito

imediatamente sobre as expectativas. Além disso, os agentes privados possuem tanta informação acerca da estrutura da economia quanto os formuladores de política e parte da informação sobre o objetivo implícito que racionaliza as seleções de política.

O argumento de *Kydland e Prescott (1977)* que perdura até hoje é que a teoria de controle não é a ferramenta apropriada para o planejamento econômico dinâmico, isto é, colocar um objetivo fixo buscando a otimização dos resultados é irreal. Ela não vai ser a ferramenta adequada porque as decisões atuais dos agentes econômicos dependem de políticas futuras esperadas, e essas expectativas não são invariáveis aos planos selecionados.

A implicação da análise é que os formuladores de políticas devem seguir regras em vez de ter discricionariedade total. Isso acontece não por eles serem estúpidos ou influenciados, mas, sim, que a discricionariedade implica na análise de pequena escala apenas levando em conta a situação atual. O que pode resultar em um planejamento inconsistente do futuro, levando a resultados abaixo do esperado ou em instabilidade econômica. É defendido que, até termos uma teoria capaz de levar em conta expectativas e prováveis expectativas futuras, a estabilização ativa pode ser perigosa e é melhor não ser tentada. Depender de políticas de metas para a inflação por exemplo constituem um curso de ação muito mais seguro.

## **5. A COMUNICAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL**

É preferível em uma sociedade democrática que as regras para o regime econômico escolhido sejam simples e de fácil compreensão. Para que assim seja claro quando um formulador de políticas desviar ou não cumprir a meta. O que vai ditar a estratégia de comunicação são principalmente a estrutura do banco e como as pessoas reagem às informações. Ou seja, a ideia principal que a comunicação transparente é benéfica se mantém como regra, tendo a estrutura das mensagens variando de país para país.

O Brasil, como a maioria dos emergentes latino-americanos, passou por uma hiperinflação que moldou o jeito das pessoas enxergarem a inflação. A partir dos planos econômicos, as pessoas viram que elas eram fundamentais para o êxito desses, e, ao mesmo



tempo, o Banco Central do Brasil viu como o alinhamento das expectativas de inflação do público se fazia essencial.

O atual regime de metas de inflação foi adotado em meados de 1999, após a flutuação da moeda em janeiro do mesmo ano. O câmbio fixo, apesar de ter ajudado na estabilização do plano real, ele chegou a meados de 1998 esgotado, assim como a economia brasileira. Ele deixava a moeda local lastreada com o dólar, fazendo com que o real passasse a ser uma moeda previsível. Entretanto, o Brasil tinha que arcar com os custos de se manter a sua moeda valorizada, fazendo o rombo nas contas externas dispararem e o país flertar com a recessão.

Assim, com o intuito de trazer robustez para o país enfrentar crises, e assim a manutenção da taxa de inflação baixa, foi introduzido o regime de metas para inflação. Esse que foi, e ainda é, o mastro que dá o direcionamento da comunicação do Banco Central brasileiro. A escolha desse sistema reflete uma enorme preocupação com o possível descontrole das expectativas de inflação, já que o foco principal do regime é apaziguar os ânimos do público para a manutenção de um ambiente econômico estável.

Como vemos mais detalhadamente em Morais, Gutierrez et al. (2011), os aspectos fundamentais do regime são os anúncios feitos ao público com a meta quantitativa para a inflação, a transparência por meio da divulgação de documentos oficiais, os mecanismos de responsabilização e a disseminação de amplo conjunto de informações que fundamentam as decisões da política monetária.

Em busca da meta de inflação, o BCB usa como instrumento tanto taxa de juros de curto prazo quanto seus anúncios abertos. O banco busca equilibrar a taxa de juros para acomodar a inflação em nível compatível com a meta estabelecida, tal meta é considerada cumprida quando a variação acumulada da inflação se encontra dentro dos limites.

Neste regime, o BCB busca vincular suas decisões as suas próprias projeções de inflação que são dispostas ao público. O sucesso do plano se dá nos agentes privados acreditando que o banco central atuará de forma consistente dentro da estrutura das metas. Isso requer ações do banco consistentes com o quadro de metas de inflação combinadas com altos níveis de transparência e comunicação com o público.

Em contexto de grandes choques, como acontece recorrentemente no Brasil, mesmo com forte resposta da autoridade monetária as expectativas tendem a desviar da meta. É nesse caso que a comunicação com o público para explicar os motivos do não cumprimento das metas

torna-se fundamental. Além disso, é importante que as expectativas estejam controladas o suficiente para convergir para a meta em um determinado horizonte de tempo.

A capacidade do BCB de ancorar as expectativas está intrinsicamente ligada à sua credibilidade e ao seu sucesso em controlar choques à economia. Ou seja, juntamente com seus anúncios sobre suas decisões monetárias e suas projeções o Banco Central precisa estar apoiado em expectativas do público favoráveis. Como vimos no texto, o efeito benéfico da comunicação das políticas monetárias vem apenas quando o público acredita no que está sendo comunicado e usa essas informações para formular suas expectativas.

Com o Plano Real, a população volta a dar credibilidade para os planos econômicos, e, foi com essa segurança que o regime de metas para inflação foi apresentado. Nos primeiros anos do real o regime de câmbio fixo fez com que a economia brasileira ficasse mais suscetível ainda a choques externos, o que aconteceu e criou a necessidade de uma mudança na estrutura econômica.

Neste contexto foram analisados os números da inflação brasileira, tirados do Instituto Brasileiro de Estatística e Geografia. Nos períodos analisados pela tabela 1, a taxa de inflação foi medida pelo IPCA (Índice de Preço ao Consumidor Amplo) mensal. A tabela reporta a média, desvio padrão e o coeficiente de variação (razão do erro padrão para a média) para a inflação mensal. Foi usada a variação dos meses e não a anualizada pois a soma dos doze meses passados iria fazer com que os cálculos de 1995/96 fossem ir manchados por uma inflação altíssima do pré Plano Real, o que iria viesar os resultados, além disso a análise dos dados mensais dá um controle maior do que estamos vendo.

A tabela 1 compara a taxa média de inflação mensal observada a partir da implementação do Plano Real, definido por dois sub-períodos associados a diferentes regimes monetário-cambial. No período definido por julho 1994 a dezembro 1998, prevaleceu o regime de câmbio fixo administrado, que foi fundamental para a estabilização da inflação brasileira. Em janeiro de 1999, o abandono forçado da âncora cambial, exigiu a transição para um novo regime monetário-cambial, que a partir de março de 1999 passou a ser caracterizado pelo regime de câmbio flutuante com meta para inflação.

Para os primeiros períodos sem o regime foi excluído o primeiro trimestre do Plano Real, já que esse foi marcado pela transição e não representa claramente os efeitos do plano. Além disso, foi dividido o regime a partir da implementação de metas para inflação (março 1999) em duas partes, até o início do choque de 2014 e até o Covid-19. Temos que ambos os

cálculos vão acabar pré choque do Covid-19, pois esse foi marcado por um choque ainda não completamente entendido que afetou toda estrutura econômica e social, o que poderia desandar com a análise.

Table 1: Média, desvio padrão e coeficiente de correlação para a inflação em períodos diferentes

	Média	Desvio padrão	Coeficiente de variação
<b>Antes do regime de Metas</b>			
1995-1999.2	0.727	0.697	95.8
1996-1999.2	0.451	0.697	95.8
<b>Depois do regime de Metas</b>			
1999.3-2014	0.536	0.389	72.7
1999-2020	0.517	0.392	76.0

O primeiro resultado a chamar atenção vem da queda acentuada na média entre 95-99.2 e 96-99.2, o que pode ser explicado pela demora do Plano Real em ter efeito. Isso é, o efeito de estabilização ainda poderia estar ocorrendo em menor escala, fazendo com que a inflação continuasse alta por um período alongado. Juntamente a isto, o alto desvio padrão e coeficiente de variação traz essa ideia de que a inflação estava longe de estar controlada em um nível estabilizado, o que não é nada bom para a economia já que carrega incerteza aos agentes privados.

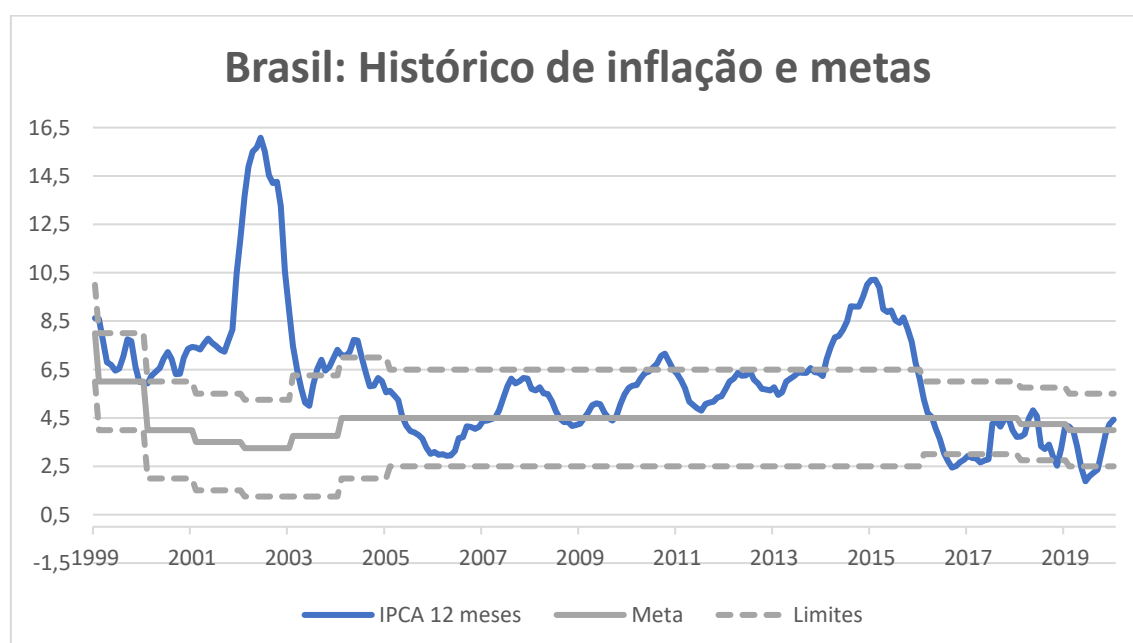
Podemos observar que do período 95-99.2 em diante a inflação média caiu. Entretanto, indo contra o que era esperado quando foi feita a sondagem dos dados, vemos um aumento na média de 96-99.2 para os períodos pós regime de metas. O que era de se esperar com a implementação do regime era que a inflação diminuísse como um todo, e parece não ter sido isso que aconteceu.

Em meados de 2001 e de 2014, como podemos ver no gráfico, a inflação acumulada em 12 meses está acima do limite superior do intervalo de tolerância da meta. Uma análise ingênua do regime de metas para a inflação no Brasil poderia dizer que esse regime não foi bem-sucedido no controle da inflação. Entretanto, a evolução das expectativas de inflação e o papel da meta também são variáveis relevantes na avaliação da credibilidade do Banco Central.

Ao segundo olhar a tabela em questão, observamos uma queda no desvio padrão e no coeficiente de variação. Esse movimento é fundamental para a análise, e pode ser a raiz dos benefícios das regras econômicas implementadas. Isso porque, esses índices trazem o grau de

variação que a inflação teve no período, o que quer dizer que a variação foi menor durante o tempo. Podemos pensar que o regime de metas para inflação realmente teve um efeito positivo na estabilização da inflação e a deixou mais controlada. Além disso, como vemos no gráfico 1, os choques externos de 2002 e 2014/15, que fogem do controle e da jurisdição do regime de metas, parecem ser os responsáveis por aumentar a média da inflação para os períodos pós regras. O que quer dizer que, mesmo com externalidades a inflação rapidamente voltou ao limite da meta, corroborando positivamente para ser dito que a credibilidade se fez existente.

Severos choques externos e internos atingiram a economia brasileira em 2001, 2002, 2014 e 2015, tendo impactos significativos sobre a inflação. Em 2002 a inflação acumulada de 12 meses chegou a bater 15%, muito acima do limite superior, e em 2015 a inflação chegou aos 10%, mais de 3,0 p.p. acima do intervalo de limite. Em 2001, uma crise de energia doméstica, a desaceleração da economia mundial, os ataques terroristas de 11 de setembro nos Estados Unidos e a crise argentina gerou fortes pressões sobre a taxa de câmbio. Já na segunda subida da inflação em 2014, o país sofreu do aumento da aversão ao risco no mercado de capitais, principalmente por uma crise de confiança relacionada às incertezas sobre o futuro do país sob tamanha incerteza política causada pelo medo do impeachment do presidente.



A partir do gráfico fica clara a grandeza dos choques econômicos e como eles podem ter influenciado na análise da tabela 1. Vemos também que, tirando as anormalidades, o IPCA

de 12 meses se manteve quase sempre dentro dos limites, mesmo que não se tenha reduzido como os dados confirmam. O BCB espera que, o fato de a inflação brasileira acabar voltando para a meta e estar na maioria do tempo dentro dos limites, faz com que as pessoas tenham expectativas mais controladas. E, como foi visto ao longo do trabalho, à medida que os comunicados e os objetivos são cumpridos, mais e mais os agentes vão acreditar no banco e mais forte e rápida será a política monetária e o retorno para os limites da meta.

Fica clara a importância dos limites da meta para o regime como um todo. Como falado anteriormente, a comunicação possui seus limites, e ter uma certa abertura para o Banco central manobrar a política monetária e continuar dentro do combinado se faz fundamental. Como a variação está sujeita a vários fatores externos, é preciso ter uma abertura em relação ao objetivo. Além disso, a defasagem quanto o resultado da política monetária para a implementação dela faz com que mesmo o BC respondendo prontamente ainda será observado uma mudança na inflação de curto-prazo.

Sendo assim, a presença das bandas permite ao Banco Central acomodar os choques e não descumprir com o que foi comunicado. Ela faz com que a autoridade monetária possa cumprir a meta sem que a política monetária se torne excessivamente restritiva. Porém, a banda não poderá ser muito ampla, pois pode resultar na esperança de uma falta de compromisso do banco com o regime. Mais uma vez vemos os limites da comunicação, dado que o uso das limites para a meta de inflação deve ser feito cuidadosamente. Por um lado, se faz fundamental ter tais bandas para acomodar choques econômicos, por outro a grandeza dessas devem ser limitadas para passar um sentimento de credibilidade do regime de metas.

Vemos que o BCB se aproxima com os ideais explorados por *Mishkin*, ao usar da discricionariedade dos comunicados com certa flexibilidade das bandas. A transparência da instituição monetária é explorada até certo ponto, deixando espaço para a gestão das políticas monetárias para acomodar choques. Não indo longe demais que possa fazer com que a comunicação fique confusa demais para ajudar o processo decisório, como o próprio economista traz em “*keep it simple, stupid*”. O argumento de que informações demais, como uma meta única sem limites por exemplo, pode ser maléfica parece ser levado à risca pelo BCB.

O sucesso das metas de inflação depende exatamente na construção de credibilidade, por meio de uma comunicação clara e esclarecedora. Os agentes privados devem acreditar que o banco central atuará de forma consistente dentro da estrutura de metas de inflação. Ganhar credibilidade, no entanto, leva tempo.

Em contexto de grandes choques, mesmo com forte resposta da autoridade monetária, as expectativas tendem a se desviar das metas. Nesse caso, a comunicação com o público de forma a explicar os motivos do não cumprimento das metas torna-se fundamental.

E, no contexto brasileiro, se faz crucial que os agentes privados entendam verdadeiramente o ferramental do BCB. Mesmo com uma política monetária consistente com a estrutura do regime a inflação pode fugir dos limites procurados, mesmo com uma reação monetária rápida pode não ser suficiente para parar um aumento na inflação e o descolamento das expectativas. Em termos de expectativas de inflação, é importante que elas converjam para a meta dentro de um horizonte de tempo.

Vemos assim os benefícios do regime de metas em um país emergente e suscetível a choques externos como o Brasil não está na redução da taxa de inflação. Mas sim, no controle do chamado segundo choque da inflação, que é onde as expectativas podem ou não se descontrolar. Isto é, o regime de metas vai ajudar a estabilizar as expectativas dos agentes privados, assim evitando que a economia entre em uma espiral inflacionária. Nesse cenário a inflação se auto alimenta, ou seja, a inflação real que atinge os primeiros produtos faz com que se cria uma esperança de que todos os produtos vão se encarecer, e eles realmente se encarecem.

A partir do gráfico e da tabela fica claro que os efeitos dos choques externos foram passageiros, ou seja, a política monetária manteve seu papel estabilizador. Esse fato está intrinsecamente ligado ao objetivo do regime de metas de manter a credibilidade por meio da comunicação limpa e aberta. A expectativa das pessoas não fugiu do que estava sendo falado graças à comunicação clara do Banco Central que acalmou os agentes privados ao se mostrar dura nos comunicados que garantiam o objetivo da meta.

Temos assim, que as surpresas da política monetária sobre a curva de juros são minimizadas. Os agentes do mercado vão antecipar mais facilmente as decisões dos formuladores do regime e os choques serão reduzidos ao mínimo. A condução da política monetária brasileira se baseia, portanto, na acomodação dos efeitos secundários dos choques. Significando que os movimentos de preços relativos causados devido à inflação são acomodados, mas, por meio da credibilidade e da comunicação do regime de metas de inflação adotado pelo BCB, os efeitos de segunda ordem que poderiam causar prejuízos de longo prazo aos preços como um todo são neutralizados. Em períodos de choques monetários, o objetivo principal do regime é limitar a propagação dos impactos para os demais preços da economia.

No contexto de choques significativos, é fundamental que os agentes privados entendam que, mesmo com uma política monetária consistente com o modelo de metas para a inflação, a inflação real pode infringir as metas. Dada a magnitude dos choques que atingiram a economia brasileira, uma forte reação das autoridades monetárias não pode evitar um aumento da taxa de inflação e algum afastamento das expectativas de inflação das metas originais. Em termos de expectativas de inflação, é importante que elas convirjam para as metas em um determinado horizonte de tempo. O que o regime de metas para inflação parece fazer a partir dos dados analisados.

## **6. CONCLUSÃO**

A comunicação tem seus limites, mas a transmissão de comunicados pode ter efeitos positivos para a economia. O uso de tal instrumento deve ser feito com cautela e com diligência, a criação de expectativas não se faz de um dia para a noite. Mas, se os Bancos centrais tiverem êxito e ganharem a confiança dos agentes privados, a política monetária pode ser potencializada. As ações das instituições monetárias vão ser levadas à risca pelos formuladores de expectativas e os resultados serão mais rápidos e de efeito mais controlado.

O regime de metas para inflação brasileiro nos traz alguns pontos importantes a serem levantados. No contexto de intensos choques que afetaram a economia brasileira em 2001, 2002, 2014 e 2015, os custos em termos de perdas econômicas e sociais foram relativamente baixos e contidos quando levamos em conta o baixo preço que o regime de metas acarreta. Uma política sem a mesma confiança que o regime garantiu e buscando não controlar os choques, mas apenas a inflação, seria muito mais custosa pela visão econômica. Vimos que a média da inflação após o regime de metas não caiu, o que muito provavelmente foi causado pelo contexto de choques externos e internos muito grandes. Entretanto, vimos como o regime atuou positivamente para controlar as expectativas, já que os efeitos dos solavancos na economia foram contidos em prazos curtos, o que poderia ser levado adiante e se materializando como um dos grandes medos dos BCs, uma inflação auto alimentável.

A presença de um Banco central empenhado em seguir a meta é de extrema importância para o regime adotado. O Banco Central brasileiro é um exemplo que o fez ser um importante coordenador de expectativas, gerando assim um cenário inflacionário mais estável.

A prossecução deste objetivo e o aumento significativo da transparência que tem marcado a atuação da política monetária têm contribuído para o desenvolvimento da consciência da importância do compromisso com a estabilidade de preços. A experiência brasileira se apresentou como um teste de estresse bem-sucedido para o regime de metas de inflação, mostrando-se essencial na busca por baixos níveis de preços e controlada inflação em um contexto de grandes choques.

O que aprendemos com a experiência brasileira é que, se usada bem, a comunicação pode ter efeitos positivos a economia por baixos custos. É importante saber dosar o grau de comunicabilidade dos Bancos centrais, ao mesmo tempo que deve ser duro com a procura por seu objetivo, ele deve ser aberto o suficiente para poder manobrar a política monetária em casos extremos. O que vemos, é que a comunicação é uma ferramenta fundamental, e que à medida que for se aperfeiçoando e as pessoas forem entendendo o que está sendo feito, mais e mais os benefícios irão crescer.



## BIBLIOGRAFIA

MORAIS, A. R.; GUTIERREZ, M. C.; HENNINGS, K. A Comunicação de Política Monetária no Regime de Metas para a Inflação: a experiência brasileira entre 1999 e 2009. In: GUTIERREZ, M. C.; HENNINGS, K.; MORAIS, A. **Dez Anos de Metas para A Inflação No Brasil • 1999-2009**. 1ª. ed. Brasília: Alzira Rosa Morais da Silva, v. I, 2011. p. 227-351

Sturm, Jan-Egbert, and Jakob De Haan. "Does central bank communication really lead to better forecasts of policy decisions? New evidence based on a Taylor rule model for the ECB." *Review of World Economics* 147.1 (2011): 41-58.

DINCER, Nergiz; EICHENGREEN, Barry. Central bank transparency: where, why, and with what effects? 2007. [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w13003/w13003.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w13003/w13003.pdf)

SCHEIBEHENNE, Benjamin; GREIFENEDER, Rainer; TODD, Peter M. Can there ever be too many options? A meta-analytic review of choice overload. *Journal of consumer research*, 2010, 37.3: 409-425.

BLINDER, A.; GOODHART, C.; HILDEBRAND, P.; LIPTON, D.; WYPLOSZ, C. How Do Central Banks Talk: Geneva Report on the World Economy No. 3. Geneva: International Center for Monetary and Banking Studies, 2001.

MISHKIN, F. Can Central Bank Transparency Go Too Far? NBER Working Paper, Cambridge, n. 10829, Oct. 2004.

GERAATS, P. Trends in Monetary Policy Transparency. Cambridge: University of Cambridge, Apr. 2009

Bernanke, Ben. "Federal reserve communications." CUADERNO DE DOCUMENTACION (2007): 98.

DALE, S.; ORPHANIDES, A.; ÖSTERHOLM, P. Imperfect Central bank Communication – Information versus Distraction. **IMF Working Paper**, Washington, Agosto 2008.

Svensson, Lars EO. "Social value of public information: Comment: Morris and shin (2002) is actually pro-transparency, not con." *American Economic Review* 96.1 (2006): 448-452.

Carola Binder, “Fed speak on main street: Central bank communication and household expectations”, *Journal of Macroeconomics*, Volume 52, 2017, Pages 238-251,

Minella, André; Freitas, Paulo; Goldfajn, Ilan; Kfoury, Marcelo. “Inflation Targeting in Brazil Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility”; Working Paper Series, 77; Julho 2003

Necchio, Fernanda. “Política Monetária e Comunicação”; Aula Magna; Março 2021