

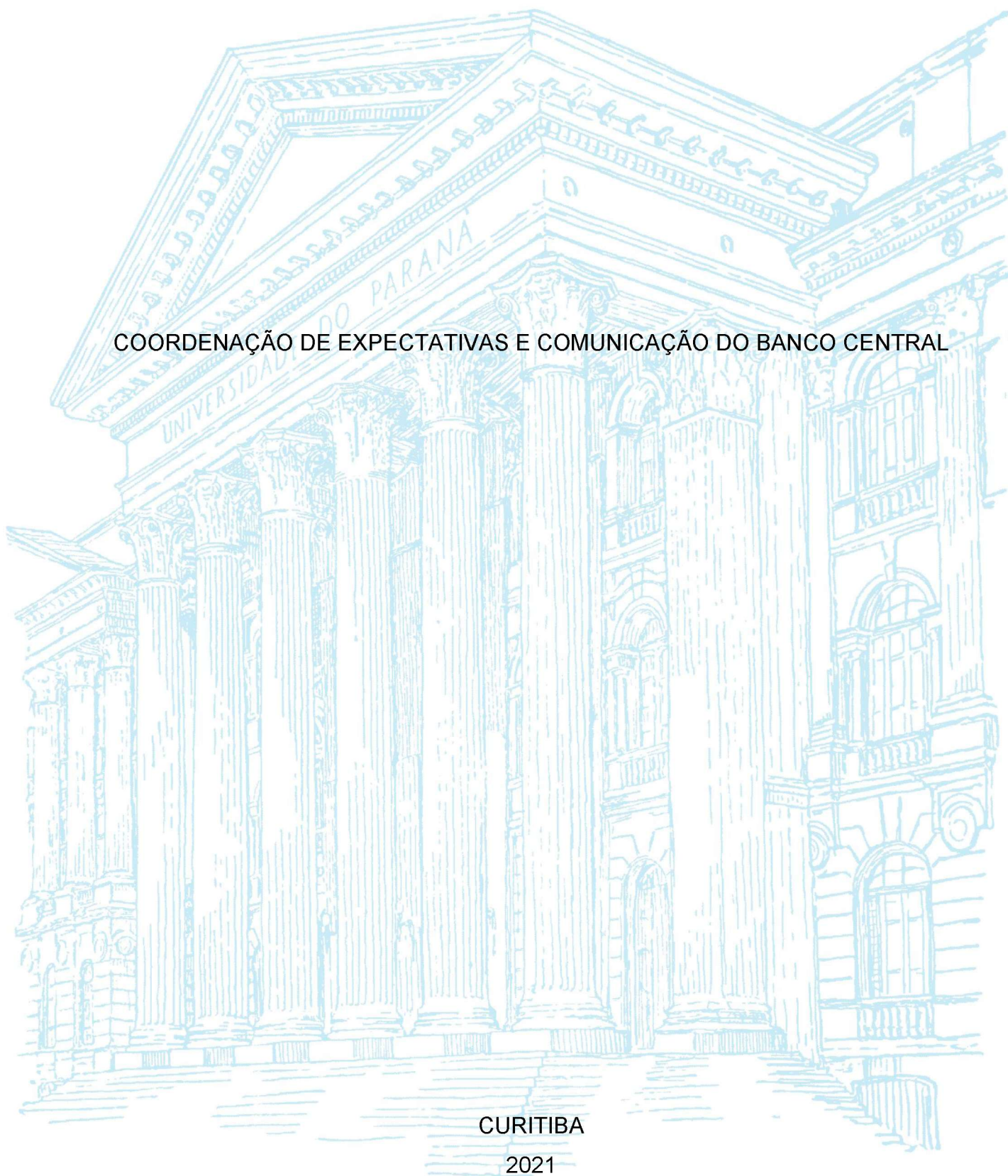
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

ADEMIR ELIAZ CAETANO

COORDENAÇÃO DE EXPECTATIVAS E COMUNICAÇÃO DO BANCO CENTRAL

CURITIBA

2021



ADEMIR ELIAZ CAETANO

COORDENAÇÃO DE EXPECTATIVAS E COMUNICAÇÃO DO BANCO CENTRAL

Monografia apresentada ao curso de Graduação em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas

Orientador: Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto

Coorientador(a): Prof(a). Dr(a). _____

CURITIBA

2021

TERMO DE APROVAÇÃO

ADEMIR ELIAZ CAETANO

COORDENAÇÃO DE EXPECTATIVAS E COMUNICAÇÃO DO BANCO CENTRAL

Monografia apresentada ao curso de Graduação em Economia, Setor de Ciências Sociais Aplicadas Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas

Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto

Orientado – Departamento de Ciências Econômicas, UFPR

Prof(a). Dr(a)./Msc. _____

Departamento _____, INSTITUIÇÃO

Prof(a). Dr(a)./Msc. _____

Departamento _____, INSTITUIÇÃO

Cidade, __ de _____ de 2021__.

Mantenha essa página em branco para inclusão do termo/folha de aprovação assinado e digitalizado.

*Dedico aos meus pais, Rosana e Ademir (in memoriam), que tanto me apoiaram.
Aos meus irmãos, Tatiane, Ramon, Rayana e Romario e aos meus sobrinhos por
estarem ao meu lado desde o início. Dedico também à minha namorada Jessica, por
todo apoio e paciência que teve durante esse período.*

AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha mãe Rosana (in memoriam), por ter me ensinado o valor da educação e me ensinado a nunca desistir dos meus objetivos. Agradeço ao meu pai Ademir (in memoriam), por ter me mostrado a importância do trabalho duro e da honestidade em todos os dias de minha vida. Aos meus irmãos, Tatiane, Ramon, Rayana e Romario que acompanharam minha jornada desde o início.

Agradeço também aos amigos que fiz durante a minha graduação, que tanto me ajudaram nesse período. Amigos, esses, que levarei para a vida toda. Agradeço também ao meu professor Fabiano Dalto, pelos ensinamentos em toda minha graduação e pela paciência no momento da orientação deste trabalho.

Por fim, agradecimento especial à minha namorada Jessica, pelo amor, pela paciência e por ter escolhido caminhar ao meu lado. A caminhada foi mais tranquila com ela.

*Você não sabe o quanto eu caminhei, para chegar até aqui. Percorri milhas
e milhas antes de dormir, eu nem cochilei, os mais belos montes escalei, nas noites
esfrias de frio eu chorei [...]*
Cidade Negra

CAETANO, Ademir Eliaz. **Coordenação de Expectativas e Comunicação do Banco Central**. 2021. Número total de folhas 54. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) – Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2021.

RESUMO

Desde a década de noventa, o Brasil experimentou diversos regimes monetários como tentativas de controlar a inflação, mas somente os regimes de metas cambiais e o regime de metas de inflação lograram êxito nesse quesito. Um dos pontos que levaram a esse êxito é o reconhecimento da importância da gestão de expectativas para a condução da política monetária. A partir desse reconhecimento, o Banco Central passou a adotar diversas estratégias que facilitassem a coordenação de expectativas de maneira a tornar a política monetária mais efetiva e seus custos de implementação no quesito atividade e desemprego fossem menores. A comunicação passa a ser então um instrumento poderoso para a coordenação de expectativas, visto os objetivos a serem atingidos pela autoridade monetária.

Palavras-chave: Banco Central. Coordenação. Expectativas. Regimes monetários.

CAETANO, Ademir Eliaz. **Coordenação de Expectativas e Comunicação do Banco Central**. 2021. Número total de folhas 54. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) – Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2021.

ABSTRACT

Since the 1990s, Brazil has experimented with various monetary regimes such as information control, but only exchange target regimes and conversion target regimes have been successful in this regard. One of the points that led to this success is the recognition of the importance of managing expectations for the conduct of monetary policy. After this recognition, the Central Bank started to adopt several strategies that facilitate the coordination of expectations in order to make the monetary policy more effective and its implementation costs lower in terms of activity and work. Communication then becomes a powerful instrument for the coordination of expectations, given the objectives to be achieved by the monetary authority..

Keywords: Keyword 1. Keyword 2. Keyword 3. Keyword 4. Keyword 5.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – Regimes de política e comunicação	32
FIGURA 2 – Tipificação dos Forward Guidance	41
FIGURA 3 – Taxa de juros de longo prazo	42
FIGURA 4 – Demanda agregada.....	42
FIGURA 5 – Curva de Phillips agregada	43
FIGURA 6 – Regra de Taylor	43
FIGURA 7 – Expectativa de taxa de juros.....	43

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – Etapas da Política Cambial: 1994 a 1998.....	20
GRÁFICO 2 – Taxa de juros- Futuro Canadá	45
GRÁFICO 3 – Taxa de juros futuro EUA	46
GRÁFICO 4 – Projeção do Banco Noroegues de sua política de taxa de juros	47
GRÁFICO 5 – Expectativa de taxa de juros para o final de cada ano.....	49
GRÁFICO 6 – Expectativa de IPCA 12 para 12 meses.....	50

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Variação percentual dos índices de preços: 1993 a 1998.....	<u>21</u>
--	-----------

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	15
2 REGIMES MONETÁRIOS DE METAS CAMBIAIS	17
2.1 COMO ERA O REGIME MONETÁRIO ANTES DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....	17
2.2 REGIME DE METAS CAMBIAIS E A ÂNCORA CAMBIAL	17
2.3 A ÂNCORA CAMBIAL – A OPERACIONALIDADE DO REGIME E O CASO BRASILEIRO	19
3 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL.....	23
3.1 METAS DE INFLAÇÃO: VANTAGENS E DESVANTAGENS.....	23
3.2 METAS DE INFLAÇÃO E EXPECTATIVAS.....	24
3.3 A OPERACIONALIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA NO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....	26
3.3.1 INSTRUMENTOS TRADICIONAIS DE POLÍTICA MONETÁRIA.....	26
3.3.2 CANAIS DE TRANSMISSÃO DE POLÍTICA MONETÁRIA	27
4 INSTRUMENTOS NÃO TRADICIONAIS DE POLÍTICA MONETÁRIA.....	30
4.2 TRANSPARÊNCIA E COMUNICAÇÃO	32
4.3 O QUE É O FORWARD GUIDANCE	35
REFERÊNCIAS.....	54

1 INTRODUÇÃO

No fim da década de noventa e início dos anos 2000 se intensificou os debates de como seria a condução da política monetária quando o seu principal instrumento, o controle da meta da taxa de juros, atingisse o patamar mínimo, também chamado de zero *lower bound*.

Um dos principais desafios levantados durante esse período, foi a questão da política monetária. Questionava-se como ela continuaria em patamar estimulante, considerando uma economia em que a taxa de juros nominais e reais estavam em níveis próximos a zero ou da taxa de juros reais em valores negativos. Esse desafio pode ser observado em Krugman (1998), que analisou o caso da economia Japonesa, o estudo aborda a falta de sinais de reação econômica, mesmo quando a economia chegou a apresentar taxas de juros próximas a zero, posteriormente Eggertsson e Woodford (2003), também mostram esses desafios, no entanto, analisando também a economia americana e os desafios do *Federal Reserve* (FED) na condução da política monetária nesse novo cenário de taxas de juros próximas a zero.

Com a crise do *subprime* em 2007, iniciada no mercado imobiliário americano e, conseqüentemente, contaminando o sistema financeiro mundial o debate por parte dos principais Bancos Centrais tornou-se mais intenso, uma vez que boa parte das economias desenvolvidas já estavam experimentando a zero *lower bound* e não havia mais espaço, por meio da taxa de juros, de continuar a estimular a economia. Duas ferramentas passaram a ser bastante discutidas nesse período, o ritmo de recompra de ativos por parte do FED (expansão do *Balance Sheet*) e a orientação para os agentes sobre como será a condução futura de política monetária, *Forward Guidance* (WOODFORD, 2012).

O objetivo deste trabalho é mostrar como o Banco Central utiliza da comunicação para coordenar e ancorar as expectativas dos agentes, dando maior previsibilidade em relação aos futuros passos na condução da política monetária. A ideia por trás disso, é que ao oferecer previsibilidade às próximas etapas, o Banco Central conseguiria reduzir os custos de tomada de decisão por parte dos agentes, oferecendo, assim, um estímulo a mais por parte da política monetária no tempo presente.

Para isto, analisamos como era a condução da política monetária no Brasil antes do regime de metas de inflação, mostrando quais eram as âncoras utilizadas para coordenar as expectativas e balizar a formação de preços. No caso do Brasil, o regime vigente antes da adoção do regime de metas de inflação era o de metas cambiais ou âncora cambial. Analisamos, pois, os principais pontos desse regime e a sua importância, tendo em vista a coordenação de expectativas.

Em seguida mostramos como foi a adoção do regime de metas de inflação no Brasil e seus principais pontos, analisando as mudanças desse regime e fazendo uma breve comparação com o regime vigente anterior. Mostramos, também, como é a tomada de decisão por parte do Banco Central, e quais as ferramentas tradicionais que ele tem a sua disposição para atingir sua meta e os canais de transmissão nesse novo regime.

Na próxima seção, abordamos dois instrumentos não tradicionais de política monetária, *Balance Sheet* e *Forward Guidance* dando atenção especial ao segundo instrumento. O *Forward Guidance* é caracterizado por ser uma forma de comunicação que o Banco Central informa aos agentes os próximos passos da política monetária. Essa ferramenta vem sendo aprimorada nos últimos vinte anos, e seu uso intensificou-se após a crise de 2007. Assim, tratamos a respeito dos principais pontos do *Forward Guidance*, bem como sua utilização como um importante *kit* na caixa de ferramentas dos principais Bancos Centrais, principalmente, na coordenação das expectativas dos agentes, fornecendo grau de estímulo adicional, mesmo quando a economia se encontra em zero *lower bound*.

Por fim, analisamos alguns casos da utilização da comunicação ou *Forward Guidance* como instrumento de política monetária por Bancos Centrais como o FED. Ademais, também será abordado como o Banco Central do Brasil empregou em algumas situações essa comunicação como forma de coordenar as expectativas dos agentes, aumentando, assim, a transparência e potencializando a política monetária.

2 REGIMES MONETÁRIOS DE METAS CAMBIAIS

2.1 COMO ERA O REGIME MONETÁRIO ANTES DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

O atual regime de política monetária vivido no Brasil é o regime de metas de inflação, pouco antes de sua implementação vigorava no país o regime de metas cambiais ou âncora cambial, que fazia parte de uma das três fases de implementação do plano real. Nesta seção, será discutido como foi o regime de metas cambiais, a sua importância como âncora cambial e o seu papel na ancoragem das expectativas de inflação, servindo como balizador de preços da economia após a adoção do Real como moeda.

Em seguida, será discutida a adoção do Plano de Metas de Inflação, seus principais pontos e como foi a condução da política monetária após sua implementação, com destaque aos canais de transmissão da política monetária.

2.2 Regime De Metas Cambiais E A Âncora Cambial

Antes de entrar no regime de metas cambiais adotado pelo Brasil na segunda metade da década de 1990, é necessário entender quais tipos de regime cambiais podem ser adotados pela autoridade monetária. São nove tipos de regimes, variando de acordo com o grau de rigidez escolhido para flutuação da taxa de câmbio, de acordo com Edwards e Savastano (1999), são eles: (i) Câmbio Livre ou *free float*; (ii) Câmbio Sujo; (iii) Regime de Bandas Cambiais; (iv) Regime de Bandas Cambiais Rastejantes ou *Sliding Band*; (v) Regime de banda cambial rastejante ou *crawling band*; (vi) Regime de Minidesvalorizações ou *crawling peg*; (vii) Câmbio fixo, mas ajustável; (viii) Currency board e (ix) dolarização plena.

No regime de metas cambiais, a autoridade fixa o valor da sua moeda (taxa de câmbio) de acordo com uma regra pré-estabelecida, ou seja, não há flutuação plena da taxa de câmbio, segundo Edwards e Savastano (1999):

O regime monetário de metas cambiais pode assumir, basicamente três formas: (i) a fixação do valor da moeda doméstica em relação ao de uma commodity, (ii) a fixação do valor da moeda doméstica em relação à moeda de um país com inflação reduzida; e (iii) o uso de algum tempo de regra ou estratégia que vincule, em algum grau, a evolução do valor da moeda do país ao valor de uma moeda estável (EDWARDS; SAVASTANO, 1999, p. 1).

Uma das vantagens da adoção desse regime como estratégia de condução de política monetária é que dentro do sistema de metas cambiais a autoridade monetária está sujeita a uma regra pré-estabelecida (taxa de conversão anunciada) de política monetária, não havendo espaço para discricionariedade na tomada de decisão, existindo discricionariedade, seria acompanhada de perda de credibilidade. Isso reduz ao viés de inconsistência temporal, que é quando a autoridade monetária é incentivada a expandir os meios de pagamento com intuito de buscar outros objetivos que não a estabilidade de preços, como o desemprego. Modenesi (2005) cita outros benefícios na adoção desse regime, a saber:

(i) subordina a taxa de variação dos preços dos bens transacionáveis, à inflação externa, contribuindo diretamente para o controle da inflação doméstica; (ii) coordena as expectativas inflacionárias, que passam a se balizar pela inflação do país-âncora; (iii) funciona como tecnologia de comprometimento, que tende a reduzir o viés inflacionário; (iv) é facilmente compreendido pelo público, ao sinalizar claramente os objetivos da política monetária; e reforça, assim, a coordenação das expectativas inflacionárias (MODENESI, 2005, p. 14).

Como demonstrado, a ideia por trás da adoção desse regime é fornecer uma âncora para os agentes econômicos, coordenando as expectativas inflacionárias e melhorando a previsibilidade na tomada de decisão. Porém, para que o regime de metas cambiais seja eficaz em seu objetivo, algumas condições econômicas precisam ser satisfeitas, como a abertura comercial, bem como que a taxa de câmbio nacional se mantenha sobrevalorizada em relação à taxa de câmbio do país âncora. A combinação desses dois pontos resulta em que parte da parcela de demanda sobre bens domésticos seria deslocado para produtos importados, arrefecendo a taxa de inflação interna, como aponta Edwards (2001):

Uma âncora cambial foi particularmente eficaz em países com inflação alta - digamos, níveis elevados de dois dígitos - que já haviam enfrentado (a maioria) seus desequilíbrios fiscais. Ao impor um "teto" aos preços comercializáveis e ao orientar as expectativas inflacionárias, dizia-se, uma âncora nominal da taxa de câmbio geraria rapidamente a convergência entre as taxas de inflação do país e as internacionais (EDWARDS, 2001, p. 3).¹

¹ No original: An exchange rate anchor was particularly effective in countries with high inflation – say, high two digits levels – that had already tackled (most of) their fiscal imbalances. By imposing a "ceiling" on tradable prices, and by guiding inflationary expectations, it was said, an exchange rate nominal anchor would rapidly generate the convergence between the country's and the international rates of inflation.

Por outro lado, podemos citar também as desvantagens na adoção tipo de regime na condução da política monetária, como a perda de autonomia na condução da política monetária, uma vez que a mesma estaria sujeita a uma regra pré-estabelecida, ficando refém aos choques inflacionários no país, cuja moeda serve como âncora. Outro ponto contra a adoção, desse tipo de política monetária, é a vulnerabilidade em sofrer ataques especulativos, uma vez que a autoridade monetária não poderia desvalorizar ou valorizar sua moeda, e a impossibilidade de o Banco Central exercer sua função de prestador de última instância.

Como mostrado, a adoção de um regime monetário que seja pautado em uma regra preestabelecida e de conhecimento de todos, dentre outras vantagens, ajuda na coordenação das expectativas e formação dos preços por parte dos agentes. No caso do Brasil, a adoção do regime de metas monetárias, Modenesi resume a importância da adoção desse regime:

A vinculação da moeda doméstica à moeda-âncora desempenha a função de coordenar as expectativas inflacionárias dos agentes econômicos e de balizar a formação de preços. Uma coordenação que surge, em última análise, como consequência de o poder discricionário do Banco Central ficar limitado pela adoção de uma regra a ser seguida na execução da política monetária, que é conhecida dos agentes econômicos e usada na formação das expectativas inflacionárias e dos preços da economia (MODENESI, 2005, p. 8).

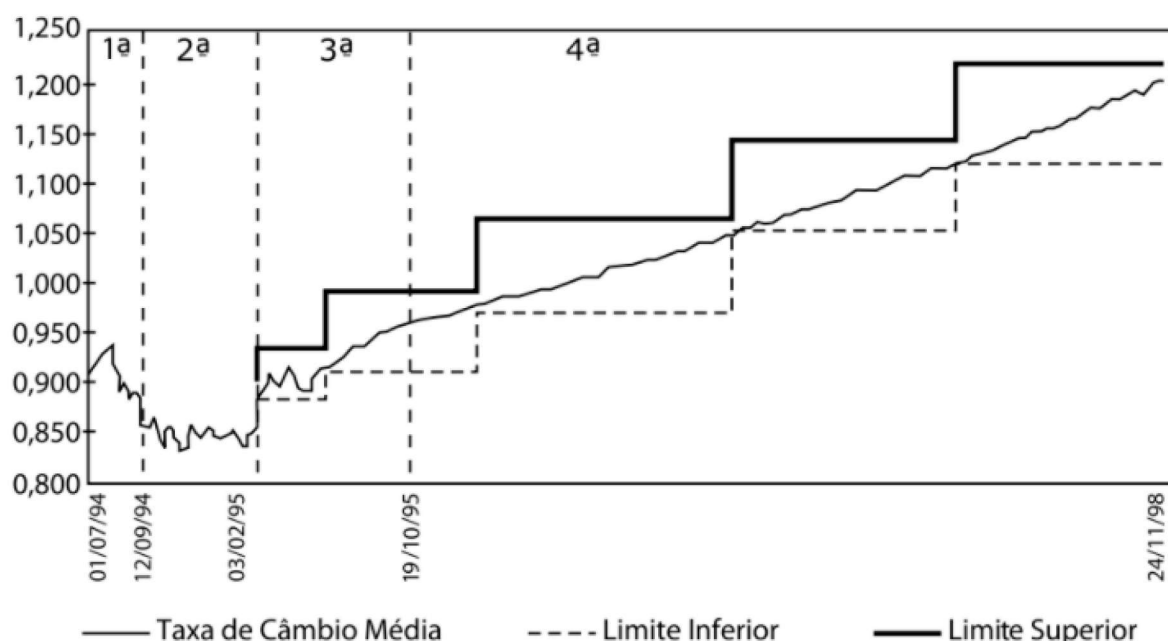
A seguir, apresentamos os principais pontos da adoção do regime de metas monetárias no Brasil e como as medidas adotadas nesse regime aumentaram a previsibilidade na condução da política monetária, ajudando na formação de preços e coordenando as expectativas inflacionárias dos agentes.

2.3 A Âncora Cambial – A Operacionalidade Do Regime E O Caso Brasileiro

Como demonstrado anteriormente, o regime de metas cambiais varia de acordo com a rigidez escolhida para a condução da política econômica. Na terceira fase do Plano Real, foram quatro regimes adotados pela autoridade monetária, o mais longo, foi o período que se estendeu de outubro de 1995 até janeiro de 1999, o qual foi adotado o sistema de Banda Rastejante.

No sistema de Banda Rastejante, o Banco Central estipula a variação mínima e a variação máxima que deve ser adotada para variação da taxa de câmbio, mas ao contrário das bandas anteriores, essa amplitude máxima de variação da taxa de câmbio, evolui com o passar do tempo, tornando-se, portanto, possíveis maiores oscilações na moeda nacional. As etapas que passou do regime de âncora cambial adotado no Brasil, são apresentadas abaixo.

Gráfico 1 – Etapas da Política Cambial: 1994 a 1998



Fonte: Modenesi (2005, p 315)

A maior previsibilidade sobre a condução da política monetária, somados a abertura comercial e ao câmbio desvalorizado, possibilitaram que o grau de ancoragem da economia Brasileira se reduzisse durante o período de implementação do Plano Real, como aponta mendonça de Barros:

Assim, a adoção da âncora cambial, ao contribuir diretamente para uma drástica redução da inflação e ao aumentar o grau de credibilidade da política monetária, favoreceu o alongamento dos prazos dos contratos, criando um ambiente de maior previsibilidade e incentivando, portanto, a retomada dos investimentos como aponta Mendonça² (MODENESI, 2005, p.120).

² 1 MENDONÇA, B. O Plano Real, dois anos depois. Artigos publicados no período de jan/95 a mar/98. 1998.

No tocante ao controle inflacionário e ancoragem das expectativas, o sistema de bancas cambiais foi um sucesso que pode ser visto nos principais índices de preço do período, como demonstrado abaixo.

Tabela 1 – Variação percentual dos índices de preços: 1993 a 1998

Acumulado	IGP-DI	IGP-M	IPC-FIPE	INPC	Média
1993	2.708,3	2.567,3	2.490,9	2.489,1	2.563,9
1994/1ª sem	763,12	732,26	780,18	759,15	758,69
1994/2ª sem	16,97	16,52	18,30	19,81	17,79
1995	14,78	15,24	23,17	21,98	18,79
1996	9,34	9,20	10,03	9,12	9,42
1997	7,48	7,74	4,82	4,34	6,09
1998	1,70	1,79	- 1,79	2,49	1,04

Fonte: Ministério da Fazenda Nacional apud Modenesi (2005, p 327)

Como apontado anteriormente, o sucesso do plano de estabilização de preços fica bastante dependente e vulnerável a alguns fatores, como a abertura comercial, a valorização da moeda ou questões externas, como o nível de inflação no país ancora. Outro ponto negativo é a perda de graus de liberdade na condução da política monetária, pois, isso torna-se um grande impecilho em momentos de incerteza ou de choques externos.

No final da década de 1990, o Brasil passou por inúmeras crises, como a dos tigres asiáticos (1997) e a Crise Russa (1998), devido ao contexto histórico e somado a fatores internos, como a troca de comando no Banco Central, o nível de reservas caiu de maneira abrupta, comprometendo a manutenção do regime atual. O trecho do comunicado do Banco Central, ilustra esse momento de incerteza que o regime estava passando:

O ano, que começara com especulações sobre revisão do acordo com o FMI, por conta de substancial queda nas reservas cambiais nos meses precedentes, recebeu o reforço da declaração formal de moratória, por noventa dias, do governo do Estado de Minas Gerais, o que passou a pautar as matérias do jornalismo econômico e o humor de outros formadores de opinião e dos agentes do mercado. Na sequência, vieram especulações sobre mudanças no Banco Central e no Ministério da Fazenda; quedas históricas do índice BOVESPA, com influência nas principais bolsas latino-americanas e mesmo europeias; demanda por maior remuneração em leilões de títulos do Tesouro Nacional; queda de preço dos títulos soberanos do Brasil e outros países emergentes; e redução drástica da credibilidade do País. Em função de todo esse quadro negativo

afetando diretamente os agentes econômicos, passou a haver forte demanda por dólares, forçando o Banco Central a vender grandes quantidades da moeda estrangeira em defesa do real. Além das fortes remessas efetuadas para o exterior e virtual esgotamento dos ingressos por parte de investidores, a situação havia sido agravada pela disposição das instituições financeiras em manter forte posição. (BCB, 1999)

Dado o decrescente nível de reservas internacionais e a impossibilidade de manter o regime de metas cambiais, o Banco Central se viu forçado a abandonar o regime em janeiro de 1999. Como mostrado, um dos pontos positivos do regime de metas cambiais é o fornecer para a economia uma âncora nominal, que coordenasse as expectativas inflacionárias e servisse como baliza para a formação de preços, outro ponto nesse período que merece destaque é a busca por aumento da credibilidade da autoridade monetária, por meio do aumento da transparência e do estabelecimento de regras no processo decisório.

Essa busca por aumento na transparência em decisões de política monetária, já podia ser vista na condução da política por parte de outros bancos centrais, como o FED que passou a anunciar suas decisões de política monetária em 1994. No Brasil, em 1996, foi instituído pelo BCB, o COPOM (Comitê de Política Monetária), buscando segundo Janot (2012, p. 6), “proporcionar maior transparência e ritual adequado ao processo decisório de política monetária”.

Ao se abandonar o regime de metas cambiais, considerando o passado inflacionário brasileiro, averigou-se a necessidade de uma nova âncora nominal que coordenasse as expectativas inflacionárias e que garantisse a manutenção de preços. O regime escolhido como nova âncora nominal foi o regime de metas de inflação, a seguir os principais pontos desse novo regime e sua operacionalidade na busca por parte das autoridades monetárias de maior transparência na tomada de decisão, visando o aumento da credibilidade.

3 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

Apesar de ter sido estabelecido somente em junho de 1999, o regime de metas de inflação já estava sendo seguido pelas autoridades monetárias desde março, dentre os objetivos da condução da política monetária sob esse novo regime está o forte comprometimento com a manutenção do nível de preços, estabelecendo uma nova âncora nominal, conforme aponta o trecho abaixo:

Considerando-se o novo regime cambial, é essencial transmitir à sociedade que a economia não opera sem âncora nominal, e que o banco central possui capacidade de atuação. Nesse sentido, o desempenho da autoridade monetária passará a pautar-se pelo comprometimento com o controle da inflação (1999 *apud* MODENESI, 2005, p. 360),

É de grande importância o estabelecimento de uma nova âncora nominal que coordenasse as expectativas inflacionárias e servisse de baliza para a formação de preços, principalmente em uma economia com o passado inflacionário como a economia Brasileira. Essa preocupação é vista no primeiro relatório trimestral de inflação, no qual o Banco Central reforça a importância da adoção do regime para a condução da política monetária

Adoção, constitui estratégia mais adequada, no atual contexto, para a manutenção da estabilidade de preços, uma vez que torna a política monetária mais transparente, ao deixar claro os meios usados pelo Banco Central para atingir esse objetivo (BCB, 1999).

Dentre as características desse novo regime, pode-se citar a ênfase dada a estabilidade de preços, a independência no tocante a qual ferramenta de política monetária utilizar, ou seja, pode ser caracterizado como um regime híbrido, em que há uma regra estabelecida (metas de inflação), mas a condução admite certa discricionariedade. A seguir, são destacadas as principais vantagens concedidas quando adota-se o regime de metas de inflação como nova âncora da economia.

3.1 METAS DE INFLAÇÃO: VANTAGENS E DESVANTAGENS

Dentre os principais pontos da adoção do regime de metas de inflação como nova âncora nominal da economia, Modenesi relata que as principais vantagens são:

(i) Anúncio de uma meta de médio prazo para a inflação; (ii) o compromisso institucional com a adoção da estabilidade de preços como principal meta de longo prazo da política monetária - o qual os demais objetivos se subordinam; (iii) a reduzida importância das metas intermediárias (como meta de evolução de agregados monetários); (iv) A maior transparência na condução da política monetária, conbaseanciada em um esforço de aprimoramento dos canais de comunicação entre o banco Central e os agentes econômicos; e (iv) independência de instrumentos do banco central, ou a maior capacidade de execução de suas metas (MODENESI, 2005, p. 190).

Dentre as vantagens da adoção do regime de metas de inflação, pode-se citar a maior flexibilidade na condução da política monetária, uma vez que o atingimento da meta admite um grau de discricionariedade, ao contrário do regime anterior em que o banco central estava preso a uma regra específica, como era no regime de âncora cambial. Essa flexibilidade na condução também admite que o Banco Central consiga absorver choques temporários, de oferta ou demanda, diminuindo a vulnerabilidade da economia doméstica. Outro ponto de vantagem, é a meta de inflação que leva em consideração informações sobre o atual estado da economia, além de reduzir o papel de metas intermediárias na condução da política monetária, conforme exposto anteriormente. Observamos, também, o destaque desse regime monetário em comparação com os regimes anteriores, bem como a busca em melhorar os meios de comunicação na condução da política monetária, garantindo maior transparência e aumentando a credibilidade da autoridade monetária. Ademais, Modenesi (2005) afirmam que o regime de metas de inflação é de fácil entendimento do público, destaca Modenesi

A busca por maior transparência na condução da política monetária, aliada à sua simplicidade, torna o regime de metas inflacionárias facilmente compreendido pelo público, o que amplia a capacidade de os agentes econômicos monitorarem e avaliarem (accountability) o comportamento do Banco Central, conferindo maior credibilidade à política monetária (MODENESI, 2005, p. 195).

3.2 METAS DE INFLAÇÃO E EXPECTATIVAS

Conforme visto, a gestão de expectativas passa a ser ponto importante na condução da política monetária, uma vez que expectativas sob controle reduziria os custos na condução da política monetária visto a meta a ser alcançada, (MINELLA *et al*, 2013) dizem que duas condições são necessárias para garantir que as expectativas estivessem sob controle.

A primeira é que a condução da política monetária deve ser consistente com as principais diretrizes expressas pelo Copom [...] A segunda condição para controlar as expectativas é a comunicação clara com o público. É importante que os agentes privados entendam por que a inflação real ficou acima da meta e como a política monetária está sendo conduzida para fazer a inflação voltar para a meta (MINELLA et al, 2013, p.14).³

Outro ponto a se destacar quando a adoção do regime de metas de inflação é a citação da idéia que os agentes formam expectativas racionais. Até então acreditava-se que os agentes formava suas expectativas de maneira adaptativa, formando suas expectativas com relação ao futuro com base em informações sobre o passado os levando a cometer a chamada ilusão monetária, que nada mais é do que um erro expectacional, possibilitando a taxa de desemprego se situar ao menos que temporariamente abaixo da sua taxa natural, em suma os agentes:

(i) eles formam suas expectativas com base em informações do passado; e (ii) são incapazes de incorporar qualquer informação adicional no processo de formação de expectativas. (MODENESI, 2005, p. 144).

Com expectativas racionais, os agentes ao formarem suas expectativas com relação ao futuro utilizando toda a informação disponível, reformulando suas expectativa sempre que o conjunto de informações se alteram, evitando assim a ocorrência de erros, conforme aponte Modenesi.

(i) os agentes racionais maximizam a utilização de toda a informação disponível e, portanto, (ii) são capazes de reformularem suas expectativas, evitando a ocorrência de erros sistemáticos. (MODENESI, 2005, p. 144).

Desta maneira, para que o regime de metas de inflação servisse como âncora nominal e também ajudasse na coordenação das expectativas, é necessário que o Banco Central estabeleça uma comunicação eficaz e transparente aumentando o nível de informação dos agentes e consequentemente a efetividade da política monetária. A seguir, mostramos como o Banco Central passou a aprimorar a sua maneira de comunicação com o público, demonstrando não

³ No original: the first is that the conduct of monetary policy must be consistent with the rules expressed by the Copom. [...] The second condition for controlling expectations is clear communication with the public. It is important that private agents understand why the actual information was above the target and how monetary policy is being conducted to bring the information back to the target.

somente como utilizar seus instrumentos para condução da política monetária para a meta, mas também passou a demonstrar por quais canais esses instrumentos agem.

3.3 A OPERACIONALIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA NO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Para entender a operacionalidade política monetária no regime de metas de inflação é necessário entender como ela meta é definida. A meta de inflação é definida pelo CMN (Conselho Monetário Nacional), sendo esse o órgão superior do sistema financeiro nacional SFN e tem a responsabilidade de formular a política da moeda e do crédito.

Após definida a meta de taxa de inflação pelo CMN, cabe ao COPOM (Comite de Política Monetária), objetivo definir as diretrizes de política monetária, com o intuito de cumprir a meta estabelecida pelo CMN. As reuniões são divididas em duas seções: em uma são apresentados números e projeções da atividade econômica e na outra é definida a meta da taxa básica de juros a ser seguida pelo Banco Central (chamada Selic Meta), em vista do cumprimento da meta anteriormente estabelecida. Uma vez definida a Selic Meta, cabe ao Banco Central atuar no mercado interbancário, fazendo uso de seus instrumentos de política monetária, afetar a liquidez da economia, expandindo ou contraindo a base monetária, com o intuito de atingir as diretrizes propostas pelo COPOM.

Sobre os instrumentos de política monetária, pode-se separar em instrumentos tradicionais e não tradicionais. Os instrumentos tradicionais de política monetária, são: Recolhimento de Compulsório, redesconto de liquidez e operações no mercado aberto. Quanto aos instrumentos não tradicionais, destaca-se: o *Quantitative Easing* (QE), e a comunicação sobre como será a condução da política monetária no futuro, também chamado de *Forward Guidance*.

3.3.1 Instrumentos Tradicionais De Política Monetária

O mais tradicional e principal instrumento de política monetária utilizado pelos bancos centrais é a taxa básica de juros, no Brasil chamada de Taxa

Selic. A taxa Selic refere-se à taxa de juros apurada nas operações de empréstimos de um dia entre as instituições financeiras que utilizam títulos públicos federais como garantia. Essa taxa é controlada diretamente pelo Banco Central, por meio de compras e vendas de títulos públicos no mercado primário, nas conhecidas operações de *open-market*. Tendo em vista que essa taxa de compra/venda dos títulos públicos no mercado primário representa o custo que os bancos comerciais incorrem ao tomar crédito e consequentemente emprestar, ao se alterar essa taxa o Banco Central pode expandir ou contrair a base monetária.

Outro instrumento utilizado pelo Banco Central para execução da política monetária é o chamado redesconto de liquidez. Redesconto é uma “assistência financeira de liquidez” que o Banco Central oferece aos Bancos Comerciais para manter suas operações. O banco central pode atuar de duas maneiras sobre o redesconto, seja alterando a taxa cobrada sobre os empréstimos ou reduzindo o volume, controlando a base monetária.

O terceiro instrumento mais tradicional de política monetária é a exigência de depósito compulsório. O depósito compulsório é um percentual sobre os depósitos a vista ou a prazo que a instituição financeira precisa manter em conta. O objetivo dessa ferramenta é influenciar a quantidade de moeda na economia por intermédio da redução do multiplicador bancário, mas também pode ser utilizado como colchão de liquidez em momentos de crise.

Esses são os três instrumentos tradicionais de política monetária. Uma vez que os instrumentos não tradicionais de política monetária são pouco ou não são usados no Brasil, como é o caso do *Quantitative Easing*. Na sequência, demonstramos os canais de transmissão da política monetária e sua importância para a condução da política monetária no Brasil, após, destacamos os instrumentos não tradicionais e no caso do *Forward Guidance* a sua utilização como instrumento de política monetária.

3.3.2 Canais De Transmissão De Política Monetária

Ao longo dos últimos anos, começou-se a formar um consenso entre economistas e bancos centrais de que o objetivo principal da política monetária deve ser a obtenção e a manutenção da estabilidade de preços (BCB, 1999). No Brasil, o principal instrumento para alcançar a estabilidade de preços e cumprir as metas

estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) é a Taxa de juros básica da economia Taxa Selic.

Uma das principais características no momento da execução da política monetária é o entendimento do efeito defasado, ou seja, ao decidir a taxa de juros da economia o efeito sobre a inflação será “visto” somente em um período subsequente. Dito isso, torna-se necessário entender como esse instrumento que tem o efeito defasado propaga-se pela economia, visto o objetivo a ser seguido, para isso é necessário o entendimento de quais são os canais de transmissão da política monetária.

Os canais de transmissão levados em consideração pelo Banco Central, para atingir seu objetivo, são: Taxa de Juros (estrutura a termo da taxa de juros), Taxa de Câmbio, Expectativas, Crédito e preço dos ativos. Os canais de transmissão da política monetária operam de acordo com as variações da taxa Selic que afetam de maneira singular cada um dos canais, alterando o nível de liquidez na economia, ou seja, estimulando ou desestimulando a atividade econômica.

3.3.4 Canal Da Taxa De Juros

Ao se alterar a taxa de juros nominal de curto prazo (SELIC), toda a estrutura a termo da taxa de juros também é reprecificada juros, e por consequência a taxa de juros real da economia, um exemplo de como é a influência desse canal na economia real pode ser observada ao se elevar a taxa de juros nominal, acaba-se também por elevar as taxas reais de juros***, considerando que as decisões de investimento (principalmente em bens duráveis) dos agentes são tomadas com base nas taxas de juros reais da economia ao subir a taxa de juros nominal. Assim, a taxa real aumenta o custo de capital e por consequência o investimento é reduzido. A queda no investimento também reduz a demanda agregada levando a uma futura queda da inflação.

3.3.5 Canal Do Câmbio

O canal do câmbio exerce influências importantes sobre a economia, uma vez que ao subir a taxa de juros nominal, a moeda nacional tende a se valorizar, o contrário também é verdadeiro. Quanto ao seu impacto sobre a inflação, Modenesi (2005, p.394) pontua que: “a taxa de câmbio exerce impacto sobre a inflação diretamente (ou por meios de efeitos primários) e indiretamente (ou pelos efeitos secundários)”, de acordo com o BCB (2009):

A taxa de câmbio afeta a inflação por dois mecanismos. O primeiro é a diminuição dos preços de bens de consumo importados e de insumos utilizados na produção de bens. O outro efeito ocorre por meio da demanda agregada. O dólar mais barato desincentiva as exportações e estimula as importações. Com isso, a demanda por bens domésticos cai, reduzindo a pressão sobre o nível de preços. (BCB, 2009)

3.3.6 Canal Do Crédito

O canal do crédito segundo Modenesi (2005), não tem muita relevância no Brasil. Ao alterar a taxa de juros, por exemplo, o aumento da taxa de juros, o Banco Central estimula os bancos a aumentarem as taxas cobradas para empréstimo de recurso, reduzindo o consumo e o investimento.

3.3.7 Canal Do Preço Dos Ativos

O canal do preço dos ativos se dá quando há uma variação da taxa de juros, altera o estoque de riqueza dos agentes, podendo influenciar decisões de consumo. Um exemplo, quando há queda na taxa de juros se eleva o preço das ações, pois estimula o crescimento e o lucro das empresas. Nessa situação, há aumento do consumo pois as pessoas sentem-se mais ricas (BCB, 2009). Também não é tão relevante no Brasil (MODENESI, 2005).

3.3.8 Canal Das Expectativas

Ao variar a taxa de juros de curto prazo as expectativas quanto ao comportamento futuro da economia por parte dos agentes mudam também, um exemplo é quando se eleva a taxa de juros de curto prazo para evitar o surgimento da inflação, o banco central pode restabelecer a confiança no desempenho futuro da economia e provocar uma queda na taxa de juros esperadas para prazos mais longos. Como mostraremos adiante, mesmo diante de um cenário onde a taxa de juros está próxima a zero, o Banco Central pode continuar a estimular a economia informando seus próximos passos quanto a condução da política monetária, portanto, o conhecimento do canal das expectativas e como através dele a taxa de juros afeta a variável a ser perseguida no Brasil, a inflação, torna-se de importância relevante.

4 INSTRUMENTOS NÃO TRADICIONAIS DE POLÍTICA MONETÁRIA

Com o advento da crise de 2008 intensificou-se o debate de como seria a condução da política monetária em um ambiente onde a taxa de juros estivesse próxima a zero ou em zero, a chamada Zero Lower Bound (ZLB). A utilização de instrumentos de políticas não convencionais passou a ganhar mais espaço, segundo Bernanke (2012), o Banco central pode usar duas ferramentas não

convencionais em sua política, são elas: i) o *quantitative easing* (QE) e ii) a comunicação sobre de como será a condução de sua política monetária no futuro também conhecido como *Forward Guidance*.

4.1 QUANTITATIVE EASING

O *Quantitative Easing* foi o nome dado a ferramenta utilizada pelo Banco do Japão introduzida em março de 2001, que substituiu sua meta operacional anterior (taxa de juros *overnight*), conforme aponta Woofdord (2012). O *Quantitative Easing* nada mais é do que a compra de ativos financeiros (privados ou públicos), por parte do banco central, aumentando o nível de reservas no setor bancário.

Ao utilizar o *Quantitative Easing*, aumentando o nível de compra de ativos, o Banco Central busca afetar o custo do empréstimo, pois, eleva o preço dos ativos adquiridos e conseqüentemente reduz seus rendimentos. Outro ponto, é que ao aumentar o nível de reservas no setor bancário, o Banco Central incentiva os bancos a aumentarem o seu nível de empréstimos, estimulando assim a atividade econômica, como demonstra Bernanke (2012, p. 2):

A queda dos rendimentos e o aumento dos preços dos ativos facilitam as condições financeiras gerais e estimulam a atividade econômica por meio de canais semelhantes aos da política monetária convencional⁴.

Outro ponto importante, sobre o QE é analisar por meio de quais canais de transmissão esse instrumento opera, assim, analisando sua efetividade como política econômica.

Nos EUA o *Quantitative Easing* age sobre dois principais canais de transmissão, o canal da sinalização e o canal do equilíbrio de portfólio. Como apontado por Bernanke (2012), o canal da sinalização surge para demonstrar o compromisso do Banco Central com a flexibilização da política monetária em manter a taxa de juros baixas por um período maior, isso também é discutido por Rudesbuch (2012, p.3).

As ações e programas implantados visaram apoiar o fluxo de crédito para famílias, empresas, organizações sem fins lucrativos e municípios. Em março de 2020, o FOMC reduziu a taxa básica de

⁴ No original: Declining yields and rising asset prices ease overall financial conditions and stimulate economic activity through channels similar to those for conventional monetary policy

juros para quase zero. Ele também introduziu uma orientação para a frente, que evoluiu para sinalizar que o Comitê esperava manter este intervalo de meta próximo de zero até que a economia estivesse essencialmente dentro das metas de emprego e inflação do FOMC ⁵.

O outro canal que o *Quantitative Easing* age é por meio do canal de equilíbrio de portfólio ou de carteira, conforme apontam Bonis (et al, 2017, p.1).

Aqui, diferentes classes de ativos financeiros não são substitutos perfeitos nas carteiras dos investidores (devido aos custos de transação, custos de informação, restrições regulatórias, etc.) e, portanto, quando as ofertas de vários ativos disponíveis para os investidores mudam, os preços e rendimentos de esses ativos são afetados. Por exemplo, quando o Federal Reserve compra títulos lastreados em hipotecas (MBS), é possível que os preços desses títulos aumentem e seus rendimentos caiam. Na medida em que os investidores reequilibram suas carteiras e substituem os MBS vendidos ao Federal Reserve por outros ativos, os preços e os rendimentos dos outros ativos também podem aumentar e diminuir, respectivamente.⁶

Em suma, ambos canais podem ser distinguidos da seguinte forma, o canal da sinalização afeta as expectativas de taxas futuras, enquanto o canal do equilíbrio de portfólio afeta os prêmios de risco e de prazo (BERNANKE, 2012). A outra ferramenta é o *Forward Guidance*, que será abordada mais a frente, pois, antes é necessário fazer uma breve explicação da importância da transparência e da comunicação para a coordenação das expectativas e condução da política monetária.

4.2 TRANSPARÊNCIA E COMUNICAÇÃO

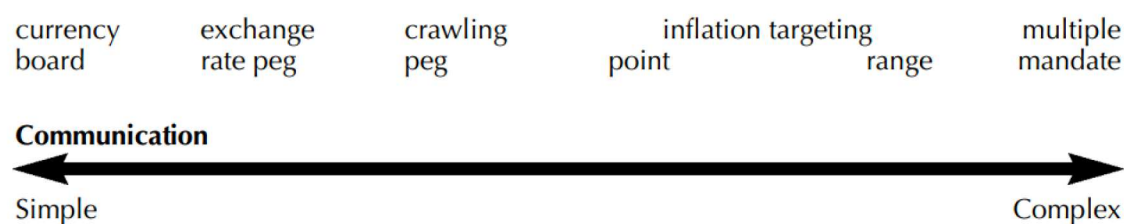
⁵ No original: The actions and programs introduced were targeted at supporting the flow of credit to households, businesses, nonprofits, and municipalities. In March 2020, the FOMC lowered the policy interest rate to near zero. It also introduced forward guidance, which evolved to signal that the Committee expected to maintain this near-zero target range until the economy was essentially at the FOMC's employment and inflation goals

⁶ No original: Here, different classes of financial assets are not perfect substitutes in investors' portfolios (due to transaction costs, information costs, regulatory restrictions, etc.), and therefore, when the supplies of various assets available to investors change, the prices and yields of those assets are affected. For example, when the Federal Reserve purchases mortgage-backed securities (MBS), the prices of those securities can be expected to rise and their yields can be expected to fall. To the extent investors rebalance their portfolios and replace the MBS sold to the Federal Reserve with other assets, the prices and yields of the other assets can also be expected to rise and fall, respectively.

Um dos pilares da condução da política monetária sob o regime de metas de inflação é o aumento da transparência, com o intuito de reduzir a assimetria de informação entre o Banco Central e os agentes econômicos. A ideia por trás disso é que em regimes monetários mais transparentes os custos de implementação da política monetária, no tocante a desemprego a inflação seriam menores, se comparados a regimes monetários menos transparentes. A comunicação do Banco Central passa a ser sob esse novo regime, uma estratégia para aumento da transparência de suas ações e, conseqüentemente, para o aumento da eficácia desse novo instrumento de política monetária.

Blinder (*et al*, 2001) relacionam o nível de complexidade da comunicação do Banco Central, relatando que há variação de acordo com o regime político adotado pela autoridade monetária, conforme descrito abaixo:

Figura 1 – Regimes de política e comunicação



Fonte: Blinder (*et al*, 2001)

Blinder (*et al*, 2001, p.11) salientam que:

A previsão de inflação transmite quase todas as informações necessárias para os bancos centrais com metas de inflação, mesmo que, como bancos com mandatos mais amplos, eles ainda precisem avaliar o estado atual e a provável evolução da economia⁷.

Outros autores apontam para a importância da transparência na condução da política monetária e o papel que exerce a comunicação na coordenação das expectativas, como aponta Walsh (2007, p. 6):

Sob um regime menos transparente, as desinflações são mais caras, pois leva mais tempo para os agentes privados reconhecerem que as preferências do banco central se afastaram de uma maior expansão da produção. No entanto, um regime mais transparente permite que os agentes privados avaliem melhor as mudanças de preferências do banco central⁸.

⁷ No original: Forecast inflation conveys nearly all the required information for inflation-targeting central banks even if, like banks with wider mandates, they still need to assess the current state and likely evolution of the economy

⁸ No original: Under a less transparent regime, disinflations are more costly, as it takes private agents longer to recognize that the central bank's preferences have shifted away from greater output

E também Svenson (2006):

A transparência melhorará as informações do setor privado, reduzirá a incerteza sobre as informações do banco central e as intenções das políticas e, portanto, contribuirá para melhores decisões dos agentes econômicos. A transparência permite um escrutínio externo e avaliação mais eficazes da política monetária e, portanto, melhora o incentivo dos bancos centrais para atingir suas metas. Pode também melhorar a implementação da política monetária ao permitir que os bancos centrais afetem as expectativas do setor privado de forma mais eficaz, especialmente sobre as taxas de juros futuras. A transparência também fortalece a responsabilidade democrática dos bancos centrais independentes⁹ (SVENSSON, 2006, p. 44).

Como demonstrado anteriormente, os agentes não tomam suas decisões levando em consideração a atual taxa de juros e sim expectativas quanto a taxas futuras. Dessa maneira, a transparência quanto a condução da política monetária no futuro ou os próximos passos por parte da autoridade monetária. Desta forma, a comunicação clara e a transparência do regime exercem papel fundamental na coordenação das expectativas e redução dos custos da política monetária, Woodford (2012) demonstra essa importância para ancoragem das expectativas dos agentes:

Isso porque uma política monetária bem-sucedida não é tanto uma questão de controle efetivo das taxas de juros overnight, ou mesmo de controle efetivo das variações do IPC, quanto de afetar de forma desejada a evolução das expectativas do mercado em relação a essas variáveis. Se as crenças dos participantes do mercado são difusas e mal informadas, isso é difícil, e a política monetária será necessariamente um instrumento bastante contundente de política de estabilização; mas na economia da informação (WOODFORD, 2012, p. 12).¹⁰

expansion. However, a more transparent regime allows private agents to assess better the shifting preferences of the central bank

⁹ No original: Transparency will improve private-sector information, reduce uncertainty about central-bank information and policy intentions, and therefore contribute to better decisions by economic agents. Transparency permits a more effective external scrutiny and evaluation of monetary policy and thereby improves the incentive of central banks to achieve their targets. It may also improve the implementation of monetary policy by allowing central banks to affect private-sector expectations more effectively, especially about future policy rates. Transparency also strengthens the democratic accountability of independent central banks

¹⁰ This is because successful monetary policy is not so much a matter of effective control of overnight interest rates, or even of effective control of changes in the CPI, so much as of affecting in a desired way the evolution of market expectations regarding these variables. If the beliefs of market participants are diffuse and poorly informed, this is difficult, and monetary policy will necessarily be a fairly blunt instrument of stabilization policy; but in the information economy

A partir desse reconhecimento, os Banco Centrais passaram a caminhar para a direção de políticas mais transparentes. A comunicação passa a ser um importante instrumento na busca por maior transparência e efetividade na condução da política monetária. Blinder (et al, 2001) destacam esse reconhecimento da importância da comunicação para condução da política monetária, bem como a comunicação da gestão de expectativas como uma preocupação na condução da política monetária: “À medida que ficava cada vez mais claro que gerenciar expectativas é uma parte útil da política monetária, a política de comunicação passou de um incômodo a um instrumento-chave no kit de ferramentas do banco central” (BLINDER et al, 2001, p. 05)¹¹.

No Brasil, após a adoção do regime de metas de inflação o Banco Central, os meios de comunicação passaram a ser aprimorados, visando tornar a condução da política monetária mais transparente e de mais fácil entendimento. Os principais meios de comunicação adotados, a partir da adoção dessa nova âncora, são: o comunicado da decisão da meta de taxa Selic, a ata da reunião do COPOM e o Relatório de Inflação. Outros relatórios podem ser citados, como o boletim Focus, que é publicado semanalmente, contendo as expectativas dos participantes do mercado quanto a futura trajetória das principais variáveis macroeconômicas.

A seguir, apresentamos como a comunicação pode ser utilizada como um instrumento na condução da política monetária, seja ela auxiliando os agentes fornecendo maiores informações sobre os próximos passos da autoridade monetária ou por meio de um compromisso formal quanto à condução da política monetária.

4.3 O QUE É O FORWARD GUIDANCE

Com o advento da crise financeira iniciada no mercado imobiliário americano, *subprime*, e seu posterior “contágio” para outras economias mundiais, os Bancos Centrais se viram diante de um novo desafio: como manter a política monetária em patamares estimulantes, mesmo quando seu mais tradicional instrumento de política, controle de taxa da meta de taxa de juros, encontrava-se em níveis próximos a zero. Diante desse cenário, os Banco Centrais, começaram a

¹¹ No original: As it became increasingly clear that managing expectations is a useful part of monetary policy, communication policy rose in stature from a nuisance to a key instrument in the central banker's toolkit

ampliar seu leque de instrumentos, entre eles o *Forward Guidance*. De acordo com Sutherland (2020, p. 02), “a orientação futura é uma declaração do banco central que fornece informações diretas sobre o estado provável da política monetária no futuro. Seu objetivo é influenciar as expectativas de taxas de juros”¹².

Apesar desse novo desafio ser associado ao advento da crise de 2008, esse problema já havia sido apontado por Krugman (1998), quando analisou os desafios que a economia Japonesa enfrentava desde o início da década de 90. Krugman (1998), analisou que a economia Japonesa se encontrava-se em uma situação de armadilha de liquidez, na qual a política monetária tradicional – controle da taxa de juros nominal - perde tração, pois, não consegue oferecer grau de estímulos suficientes dado estar zero ou próxima a zero, a chamada zero *lower bound*. Krugman (1998) defende a criação de expectativas de inflação por parte da autoridade monetária para saída do estado deflacionário que a economia asiática estava vivenciando, mostrando que a incapacidade do Banco Central em oferecer graus de estímulos adicionais estava atribuída a problemas de credibilidade da autoridade monetária:

A armadilha da liquidez envolve fundamentalmente um problema de credibilidade, mas é o inverso do usual, em que os bancos centrais têm dificuldade em convencer os agentes privados de seu compromisso com a estabilidade de preços. Em uma armadilha de liquidez, o problema é que os mercados acreditam que a estabilidade de preços/metast do banco central, dada a chance, e, portanto, que qualquer expansão monetária atual é meramente transitória. A visão tradicional de que a política monetária é ineficaz em uma armadilha de liquidez, e que a expansão fiscal é a única saída, deve ser qualificada: a política monetária será de fato eficaz se o banco central puder prometer com credibilidade ser irresponsável, buscar um nível de preço futuro (KRUGMAN, 1998, p. 139).¹³

Posteriormente Eggertsson e Woodford (2003) e Woodford (2012), ressaltam a importância da gestão de expectativas por parte da autoridade monetária para a condução de sua política monetária, com intuito de potencializar

¹² No original: Forward guidance is a central bank statement that provides direct information about the probable state of monetary policy in the future. Its purpose is to influence interest rate expectations

¹³ No original: Liquidity trap fundamentally involves a credibility problem—but it is the inverse of the usual one, in which central bankers have difficulty convincing private agents of their commitment to price stability. In a liquidity trap, the problem is that the markets believe that the central bank will/ target price stability, given the chance, and hence that any current monetary expansion is merely transitory. The traditional view that monetary policy is ineffective in a liquidity trap, and that fiscal expansion is the only way out, must therefore be qualified: monetary policy will in fact be effective if the central bank can credibly promise to be irresponsible, to seek a higher future price level

seus efeitos cumprindo assim suas metas de inflação e desemprego. Woodford (2012) mostra também como a comunicação, quando feita com clareza e credibilidade, pode oferecer um grau de estímulo adicional a política monetária, mesmo essa se encontrando no zero lower bound, segundo o autor:

Mesmo quando um banco central é incapaz, ou pelo menos não deseja, reduzir ainda mais a taxa básica de juros atual, continua sendo possível alterar o que comunica sobre como a taxa básica de juros, provavelmente será definida no futuro¹⁴ (WOODFORD, 2012, p. 04).

Eggertsson e Woodford (2003), ainda mostram que o gerenciamento da expectativa de como será a condução da política monetária é a chave para uma política monetária bem-sucedida, pois, a antecipação da taxa de juros de curto prazo por parte do setor privado, determinará a taxa de juros de longo prazo de equilíbrio, e outras taxas futuras que são importantes para as decisões de gasto do setor privado, como a taxa de câmbio, “[...] In fact, the management of expectations is the key to successful monetary policy at all times, not just in those relatively unusual circumstances when the zero bound is reached.” (EGGERTSSON e WOODFORD, 2003, p. 165), mais adiante os autores demonstram que

What actually matters is the private sector's anticipation of the future path of short-term rates, because this determines equilibrium long-term interest rates as well as equilibrium exchange rates and other asset prices—all of which are quite relevant for many current spending decisions, and hence for optimal pricing behavior as well (EGGERTSSON; WOODFORD, 2003, p. 166).

Como demonstrado, a comunicação exerce papel singular na condução de um *Forward Guidance* bem-sucedido, potencializando a política monetária mesmo quando essa encontra-se no zero *lower bound*, demonstrando o compromisso da autoridade monetária com regras estabelecidas – metas de inflação ou desemprego, por exemplo. A maneira mais prática de tornar esse compromisso crível é declará-lo publicamente, como mostra Woodford (2012, p.7):

Na prática, a maneira mais lógica de tornar esse compromisso alcançável e crível é declarar publicamente o compromisso, de uma forma que seja suficientemente inequívoca para tornar embaraçoso

¹⁴ No original: Even when a central bank is unable, or at any rate unwilling, to further reduce the current policy rate, it remains possible for it to change what it communicates about how the policy rate is likely to be set in the future

para os formuladores de políticas simplesmente ignorar a existência do compromisso ao tomar decisões em um momento posterior¹⁵.

Essa comunicação pode ter diferentes motivações, a depender dos objetivos da autoridade monetária, Ramos e Portugal (2018), citam que as duas principais motivações da autoridade monetária, são: aumentar a capacidade de se comunicar – *Delphic Forward Guidance*, e criar estímulos econômicos – *Odyssian Forward Guidance*.

No Brasil, apesar de não termos experimentado o zero *lower bound*, há evidências que mostram que o Banco Central tem feito uso e aprimorado esse instrumento de política monetária. As primeiras observações que apontam para o uso desse instrumento foram feitas no mandato do ex-presidente Alexandre Tombini, como observado por Ramos e Portugal (2018). A próprio ex-presidente já havia demonstrado os ganhos de uma comunicação mais clara e os benefícios em termos de condução de política monetária, em seu pronunciamento no XIV Seminário Anual de Metas para a Inflação, realizado em 2014. Nas próximas seções, apresentamos uma breve discussão da busca por transparência por parte da autoridade monetária e do uso da comunicação como mais um instrumento no *kit* do Banco Central.

4.4 O QUE COMUNICAR E MOTIVAÇÃO

Como dito anteriormente, o *Forward Guidance*, trata-se de uma conduta adotada pelo Banco Central para informar aos agentes os próximos passos na condução da política monetária. A motivação por trás disso é que ao fornecer informações sobre o caminho provável que a autoridade monetária tomaria, ajuda os agentes a moldarem suas expectativas, tornando as decisões de gastos e de investimentos menos custosas.

¹⁵ No original: In practice, the most logical way to make such commitment achievable and credible is by publicly stating the commitment, in a way that is sufficiently unambiguous to make it embarrassing for policymakers to simply ignore the existence of the commitment when making decisions at a later time

A maneira de comunicação adotadas pelos Bancos centrais são diferentes, tanto no estado quanto no tempo. Blinder (*et al*, 2001) citam que os Bancos centrais comunicam ao menos quatro aspectos de sua política monetária: seus objetivos e estratégia gerais, os motivos por trás de uma decisão de política específica, as perspectivas econômicas e as futuras decisões de política monetária tradução livre.

Quanto aos seus objetivos e estratégias, Blinder (*et al*, 2001) citam duas vantagens ao se optar por essa comunicação, que é a facilidade na avaliação de desempenho por parte do Banco Central, por exemplo, em bancos centrais com metas de inflação para avaliar o comprometimento da autoridade monetária com a meta. Outro ponto que o autor destaca é que ao comunicar um objetivo, o Banco Central auxiliar na ancoragem das expectativas dos agentes:

Esses argumentos de responsabilidade e de ancoragem figuram com destaque no debate sobre metas de inflação (TI) porque uma comunicação melhor e mais aberta é muitas vezes considerada uma virtude definidora de TI. (BLINDER *et al*, 2001, p.5)¹⁶

Sobre o que comunicar, podemos apontar os motivos por trás da decisão tomada e as perspectivas econômicas que vão de encontro à busca pelo aumento da transparência. No Brasil foram aprimorados os canais de comunicação, como cita Modenesi (2005), seja eles reduzindo ao tempo de divulgação da ata que levou a decisão da política monetária ou informando ao público relatórios de inflação periódicos, com o objetivo de aumentar a transparência e o monitoramento da condução da política monetária foram criados:

Publicação trimestral, intitulada Relatório de Inflação, na qual são apresentados: (i) os objetivos, as limitações e as medidas de política monetária tomadas pelo BCB; (ii) os resultados de medidas pretéritas; e (iii) a avaliação prospectiva do comportamento da inflação – tendo em vista o caráter antecipativo das decisões do Banco Central, por causa da existência de defasagens na condução da política monetária. Além disso, as atas das reuniões do Copom, que anteriormente eram publicadas somente três meses após a sua realização, passaram a ser divulgadas sistematicamente na semana subsequente a cada reunião. (MODENESI, 2005, p. 362).

¹⁶ No original: These accountability and anchoring arguments figure prominently in the debate over inflation targeting (IT) because better and more open communication is often taken to be a defining virtue of IT.

Essas comunicações, podem ser separadas tendo em vista duas motivações por parte da autoridade monetária, segundo Ramos e Portugal (2018). Uma delas o *Odyssean Forward Guidance*, que busca estímulos adicionais por meio da comunicação e a outra que é o *Delphic Forward Guidance*, que busca aprimorar a maneira de comunicação com o mercado.

4.5 DELPHIC FORWARD GUIDANCE

De acordo com Sutherland (2020, p. 14): “Delphic forward guidance is a statement that provides direct information about the probable state of monetary policy in the future”, como enfatizam também Ramos e Portugal (2018), mostrando que o objetivo do *Delphic Forward Guidance* é aprimorar a comunicação com os agentes privados, apresentando uma visão condicional da trajetória esperada da taxa de juros. A ideia por trás desse tipo de comunicação é que ao melhorar a comunicação com os agentes privados, a autoridade monetária estaria tornando a política monetária mais efetiva, como pontuam os autores:

A ideia subjacente é que a economia é Forward Looking e a autoridade tomam decisões prevendo o que ocorrerá na economia e, por isso, ao apresentar à sociedade as razões da decisão (suas previsões), poderia justificá-las com mais clareza, aumentando a credibilidade, e poderia prestar contas mais facilmente. Além disso, acredita-se que ao aumentar o nível de informação, poderia tornar a política monetária mais efetiva. Então, seria importante a autoridade revelar seus próximos passos e dar informações mais precisas e não visadas (RAMOS; PORTUGAL, 2018, p.8)

Essas informações vão desde projeções de taxa de juros dado a evolução de alguns cenários econômicos possíveis, como a divulgação de Fan Charts (apud RAMOS; PORTUGAL, 2018), até informar seus próximos passos, porém, sem muita precisão. Como mostra Campbel (2012), ao declarar publicamente as previsões do desempenho macroeconômico e suas ações de política monetária a partir de tais resultados, o formulador de políticas estaria reduzindo o custo de incerteza na tomada de decisão por parte do setor privado. Campbel (2012) ainda ressalta que mesmo fazendo tais declarações e projeções, a

autoridade não se compromete com nenhuma política monetária futura, ao contrário do *Odyssean Forward Guidance*.

4.5.1 Odyssean Forward Guidance

O *Odyssean Forward Guidance*, por outro lado, trata-se de uma declaração que indica claramente um compromisso da política monetária, como mostra Sutherland (2020, p. 14), “O *Odyssean Forward Guidance* é uma declaração que indica claramente um compromisso com um estado de política monetária no futuro”¹⁷. Com o objetivo de gerar estímulos adicionais a economia para que a mesma não entre em uma trajetória deflacionária, conforme apontam Ramos e Portugal (2018, p.5):

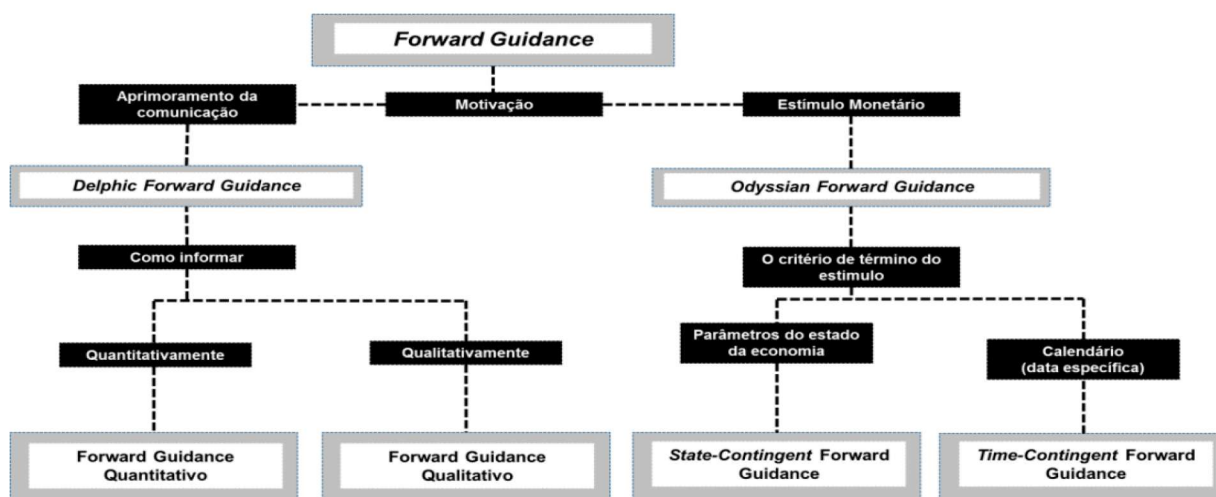
Odyssian Forward Guidance se dá quando a autoridade se propõe a informar seus próximos passos com o propósito de gerar estímulos à economia, em situações em que a taxa de juros se encontra no Zero Lower Bound ou próximo a esse nível. A impossibilidade de criar mais estímulos com a taxa de juros overnight na presença de quadro recessivo e deflacionário faz a autoridade buscar outras formas de estimular a economia.

Campbel (2012) faz alusão ao uso dessa política como Odisseu - personagem da mitologia grega, que se compromete a permanecer amarrado ao mastro de sua embarcação mesmo diante das tentações vindas das sereias. Como mostram Ramos e Portugal (2018), sobre o uso do *Odyssian Forward Guidance*, é aconselhável quando a economia apresenta forte quadro de recessão, com riscos deflacionários, e a taxa de juros encontra-se em zero ou próxima de zero. Nesse caso, somente o *Delphic Forward Guidance* não surtiria efeito.

Abaixo, a Figura 2, apresenta os principais pontos de *Delphic Forward Guidance* e o *Odyssian Forward Guidance*.

Figura 2 – Tipificação dos Forward Guidance

¹⁷ No original: *Odyssean forward guidance is a statement that clearly indicates a commitment to a state of monetary policy in the future*



Fonte: Ramos e Portugal (2018)

A seguir demonstramos como a comunicação pode ser utilizada como ferramenta na coordenação das expectativas dos agentes e balizamento na formação do preço. Após, apresentamos a análise de como o Brasil, apesar de não termos experimentado o zero *lower bound*, há evidências que mostram que o Banco Central tem feito uso e aprimorado esse instrumento de política monetária. As primeiras observações que apontam para o uso desse instrumento foram feitas no mandata do ex-presidente Alexandre Tombini. O próprio ex-presidente já havia demonstrado os ganhos de uma comunicação mais clara e os benefícios em termos de condução de política monetária, em seu pronunciamento no XIV Seminário Anual de Metas para a Inflação, realizado em 2014.

4.5.2 Como A Comunicação Pode Ser Usada Para Coordenar As Expectativas?

Para essa breve ilustração de como a comunicação pode ser usada para coordenar as expectativas dos agentes servindo também como um importante *kit* no leque de ferramentas a disposição do Banco Central, utilizamos o trabalho de Blinder (*et al*, 2001). Os autores analisam como a comunicação passou a ser utilizada pelo Banco Central como instrumento de política monetária.

Para isto, o estudioso aponta, primeiramente, uma estrutura a termo da taxa de juros, demonstrando a relação entre taxas de juros de curto prazo e de longo prazo. A relação básica entre a taxa de juros de curto prazo e de longo prazo se dá por meio das expectativas de condução de política monetária, ou seja, a taxa

de juros de longo prazo reflete uma sequência de taxas de juros de curto prazo esperadas, conforme ilustram as Figuras a seguir.

Figura 3 – Taxa de juros de longo prazo

$$R_t = \alpha_n + (1/n) (r_t + r^e_{t+1} + r^e_{t+2} + \dots r^e_{t+n-1}) + \varepsilon_{1t}$$

Fonte: Blinder (*et al*, 2001)

Onde r_t é a taxa de juros *overnight* atual, r^e_{t+1} é a taxa de *overnight* para o período seguinte, e assim por diante. α_n trata-se de um prêmio a prazo, ε_{1t} trata-se de um termo de erro. A equação utilizada pelo autor deixa claro que as taxas de médio e longo prazo dependem, principalmente, das expectativas dos agentes com relação a política monetária futura. Observamos, pois, que em um cenário de taxas de juros próximas a zero, a comunicação sobre como serão as taxas de juros em prazos maiores do que os atuais, torna-se a essência da condução da política monetária.

O autor ainda traz outras equações para demonstrar a importância da comunicação, como uma equação de demanda agregada simples.

Figura 4 – Demanda agregada

$$y_t = D(r_t - \pi^e_t, R_t - \pi^e_t, \dots) + \varepsilon_{2t}$$

Fonte: Blinder (*et al*, 2001)

Onde π^e_t , é a expectativa de inflação. A equação apresentada pelo autor, demonstra que a demanda agregada depende da taxa real de juros atuais e de sucessivas taxas de juros reais esperadas, seguido de um termo de erro, novamente demonstrando o papel da taxas de juros de longo prazo para o desempenho da economia.

Mais adiante o autor demonstrou uma curva de *Phillips*, relacionando a inflação esperada, o hiato do produto e como isso reflete na inflação atual. É interessante observar que a expectativa de como será a condução da política monetária relaciona-se com a a inflação atual por meio do hiato do produto.

Figura 5 – Curva de Phillips agregada

$$\pi_t = \beta E(\pi_{t+1}) + \gamma(y_t - y^*_t) + \varepsilon_{3t}$$

Fonte: Blinder (*et al*, 2001)

Blinder (2008) também demonstra a função de reação do Banco Central, utilizando uma regra de Taylor, conforme abaixo:

Figura 6 – Regra de Taylor

$$r_t = G(y_t - y_t^*, \pi_t, \pi_t^*, \dots) + \varepsilon_{4t}$$

Fonte: Blinder (*et al*, 2001)

Onde y^* é o produto potencial e π^* é a meta de inflação a ser perseguida pelo Banco Central, demonstrando que o Banco Central reage a desvios no hiato do produto e desvios da meta de inflação – em países que utilizam o sistema de metas como critério de política monetária. Por fim, o autor demonstra uma equação de expectativas de taxas de juros futuros.

Figura 7 – Expectativa de taxa de juros

$$r_{t+j}^e = H_j(y_t, R_t, r_t, \dots, s_t) + \varepsilon_{5t}$$

Fonte: Blinder (*et al*, 2001)

A equação acima demonstra a importância dos sinais ou comunicação (s_t) para a coordenação das expectativas e condução da política monetária. Observamos que ao alterar s_t implica a mudança de expectativas de taxa de juros futuros, que altera toda as outras equações, desde a demanda agregada, até a própria função de reação do Banco Central.

5 IMPACTO DA COMUNICAÇÃO NA TAXA DE JUROS: ALGUNS EXEMPLOS

Como exposto, a literatura dedicada a demonstrar os efeitos da comunicação como instrumento de política monetária com intuito de coordenar as expectativas e estimular a economia é bastante extensa, foi selecionado para

estudos alguns dos autores mais citados como referência em pesquisas acadêmicas. O objetivo dessa seção é demonstrar algumas pesquisas que mostram como a comunicação foi utilizada para coordenar as expectativas, servindo como ancoragem e oferecendo maior previsibilidade aos agentes no momento de tomada de decisão.

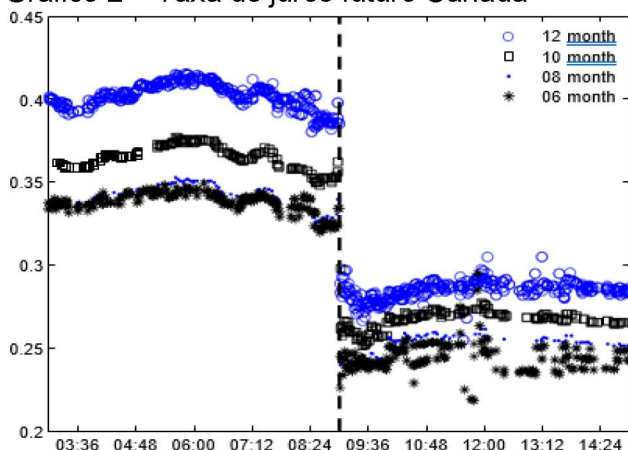
Em seu estudo no ano de 2012, Woodford, demonstrou a importância da comunicação ou do *forward guidance* como instrumento de política monetária, tanto na orientação explícita de política monetária (*Odyssean Forward Guidance*), como a orientação que busca estímulos adicionais por meio da melhoria de comunicação (*Delphic Forward Guidance*). Um dos casos utilizados por Woodford (2012, p.12) foi a declaração do Banco Central do Canadá no mês de abril de 2009, abaixo o trecho apresentado pelo autor:

O Banco do Canadá anunciou hoje que está reduzindo sua meta para a taxa overnight em um quarto de ponto percentual para 1/4 por cento, que o Banco julga ser o limite inferior efetivo para essa taxa política operando agora no limite inferior efetivo para a taxa de juros overnight, é apropriado fornecer orientação mais explícita do que o normal em relação à sua trajetória futura, de modo a influenciar as taxas em maturidades mais longas. Condicional às perspectivas para a inflação, a meta para a taxa overnight deve permanecer no seu nível atual até o final do segundo trimestre de 2010 para atingir a meta de inflação¹⁸.

Observamos, pois, que no comunicado do Banco Central do Canadá foi adotado uma comunicação mais explícita, mas que ainda tendo uma cláusula de escape caso as previsões de inflação não se concretizassem condicional às perspectivas para a inflação, indicando como seria a condução da política monetária para o próximo ano, como resultado desse anúncio, as expectativas de taxas de juros futuros reduziram instantaneamente, como pontua o autor. Embora a anúncio, tenha sido acompanhado de um corte na taxa de juros, verificamos que a taxa de juros de 12 meses, se reduz ainda mais do que a taxa de juros de curto prazo (até 6 meses), refletindo, segundo o autor, a incerteza sobre a taxa de juros do próximo ano, reduzindo assim o prêmio de prazo.

¹⁸ No original: The Bank of Canada today announced that it is lowering its target for the overnight rate by one-quarter of a percentage point to 1/4 per cent, which the Bank judges to be the effective lower bound for that rate....With monetary policy now operating at the effective lower bound for the overnight policy rate, it is appropriate to provide more explicit guidance than is usual regarding its future path so as to influence rates at longer maturities. Conditional on the outlook for inflation, the target overnight rate can be expected to remain at its current level until the end of the second quarter of 2010 in order to achieve the inflation target

Gráfico 2 – Taxa de juros futuro Canadá



Fonte: Bloomberg (WOODFORD, 2012)

LEGENDA: Taxas intraday OIS no Canadá em 21 de abril de 2009. A linha vertical pontilhada indica o momento da divulgação do anúncio do Banco do Canadá de seu "compromisso condicional" de manter sua meta de taxa básica de juros em 25 pontos base até o final do segundo trimestre de 2010¹⁹

As taxas de juros futuros se reduziram em magnitudes diferentes, embora a taxa de juros de 12 meses tenha em termos percentuais se reduzido mais do que as taxas de juros de curto prazo, elas não se reduziram para 0,25%, como indicado pela autoridade monetária, o autor pontua que “market beliefs do not simply come to accept that the announced path for the policy rate will be followed with certainty.” (WOODFORD, 2012, p. 15). Esses resultados foram semelhantes aos encontrados pelo autor quando o mesmo analisou o efeito do *Forward Guidance* nos EUA, nas palavras do pesquisador:

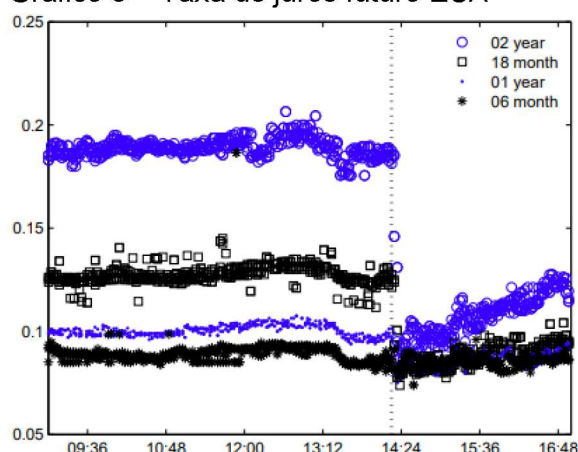
Uma forma mais agressiva de orientação futura foi adotada pela primeira vez na declaração de 9 de agosto de 2011, na qual a principal notícia era a frase: O Comitê atualmente antecipa que as condições econômicas provavelmente justificarão níveis excepcionalmente baixos de fundos federais avalie pelo menos até meados de 2013. A orientação futura foi ainda mais reforçada na declaração divulgada em 25 de janeiro de 2012, para dizer “... pelo menos até o final de 2014²⁰ (WOODFORD, 2012, p. 15).

Os efeitos nas taxas de juros para os prazos mencionados, podem ser vistos abaixo:

¹⁹ No original: Intraday OIS rates in Canada on April 21, 2009. The dotted vertical line indicates the time of release of the Bank of Canada's announcement of its “conditional commitment” to maintain its policy rate target at 25 basis points through the end of the second quarter of 2010.

²⁰ No original: A more aggressive form of forward guidance was first adopted in the statement of August 9, 2011, in which the main news was the line: “The Committee currently anticipates that economic conditions ... are likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate at least through mid-2013.” The forward guidance was further strengthened in the statement released on January 25, 2012, to say “...at least through late 2014

Gráfico 3 – Taxa de juros futuro EUA



Fonte: Bloomberg (WOODFORD, 2012)

LEGENDA: Taxas intradiárias da OIS em dólares americanos em 9 de agosto de 2011. A linha vertical pontilhada indica o momento de divulgação da declaração do FOMC, indicando uma expectativa de que a meta da taxa de fundos permaneceria inalterada “pelo menos até meados de 2013”.²¹

Outros Bancos Centrais também fazem uso dessa estratégia, um exemplo citado por Rudebusch (2012), analisa outros Bancos Centrais, como o Banco Central da Noruega, que após 2005, além de fornecer metas numéricas para sua taxa de juros esperada da economia, fornece também intervalos de confiança que a meta da taxa de juros deverá oscilar durante os próximos períodos, conforme citado pelo autor:

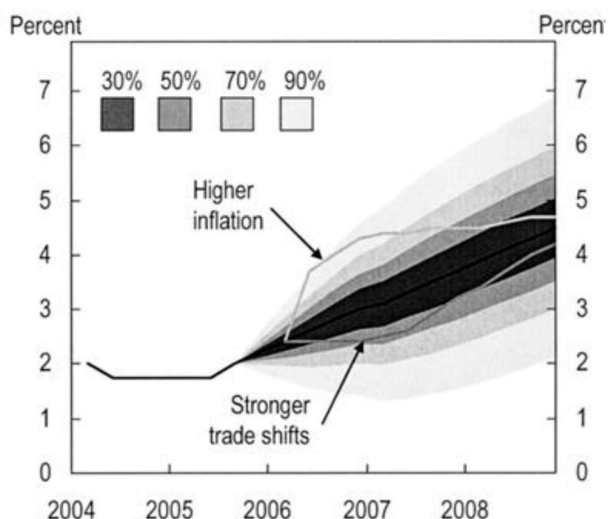
Indicam que a taxa de juro irá aumentar cerca de 1 ponto percentual ao longo do próximo ano, o que está em linha com as expectativas para o mercado monetário e cambial. No horizonte de dois a três anos, esperamos uma nova elevação gradual da taxa de juros. Nossas projeções de taxas de juros mais adiante são um pouco mais altas do que as taxas futuras no mercado financeiro (NORGES BANK 2005, p.5)²².

O Gráfico 4, a seguir, ilustra como o Banco Central Norueguês informa sua decisão de política monetária:

Gráfico 4 – Projeção do Banco Norueguês de sua política de taxa de juros

²¹ Intraday US dollar OIS rates on August 9, 2011. The dotted vertical line indicates the time of release of the FOMC statement indicating an expectation that the funds rate target would remain unchanged “at least through mid-2013.”

²² No original: indicate that the interest rate will increase by about 1 percentage point in the course of next year, which is in line with expectations in the money and foreign exchange market. At the two to three year horizon, we expect a further, gradual rise in the interest rate. Our interest rate projections further out are somewhat higher than forward rates in the financial market” (Norges Bank 2005, 5).



Fonte: Rudebusch (2012)

LEGENDA: A linha central escura é o passado recente e a projeção de base de novembro de 2005 do Norges Bank da taxa de juros de política ("taxa de depósito à vista") para os próximos três anos. As bandas circundantes representam intervalos de confiança de 30, 50, 70 e 90 por cento em torno da projeção da linha de base. As trajetórias de taxa de política projetadas em dois cenários alternativos separados também são mostradas²³

Como observado, diversos Bancos Centrais tem caminhado para aumentar o nível de transparência de suas ações utilizando como instrumento a comunicação ou o *Forward Guidance*. As estratégias variam de banco para banco, não é o objetivo deste trabalho realizar comparações entre as maneiras de comunicação de cada banco central, mas sim mostrar que esse tipo de estratégia vem sendo empregada durante os últimos anos. Um dos benefícios, conforme mostrado nas seções anteriores, é fornecer maior previsibilidade quanto a condução da política monetária, coordenando expectativas e possivelmente potencializando a política monetária. Veremos, a seguir, como o Brasil vem melhorando a maneira de comunicação por parte da autoridade monetária, analisando alguns pontos da comunicação do Banco Central.

5.1 A COMUNICAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

²³ The dark central line is the recent past and the Norges Bank's November 2005 baseline projection of the policy interest rate ("sight deposit rate") over the next three years. The surrounding bands represent 30, 50, 70, and 90 percent confidence intervals around the baseline projection. Projected policy rate paths under two separate alternate scenarios are also shown

Notamos que a partir da adoção do regime de metas de inflação, o Banco Central tem aprimorado as maneiras de comunicação e como mostrado no regime de metas de inflação. A comunicação tem papel relevante para coordenação das expectativas e convergência para a meta estipulada, no caso do Brasil, a meta estipulada pelo Conselho Monetário Nacional.

Ramos e Portugal (2018) exploraram o uso do *Forward Guidance* como instrumento de política monetária no Brasil. Os autores destacam que o uso mais ativo da comunicação por parte do Banco Central começou a partir da gestão de Alexandre Tombini, demonstrando a intenção do presidente em influenciar as taxas de juros de longo prazo, como o trecho citado da Ata do Copom,

O Copom decidiu reduzir a taxa Selic para 7,25% a.a., sem viés, por 5 votos a favor e 3 votos pela manutenção da taxa Selic em 7,50% a.a.. Considerando o balanço de riscos para a inflação, a recuperação da atividade doméstica e a complexidade que envolve o ambiente internacional, o Comitê entende que a estabilidade das condições monetárias por um período de tempo suficientemente prolongado é a estratégia mais adequada para garantir a convergência da inflação para a meta, ainda que de forma não linear” (COPOM, 2012a).

Outro trecho citado pelo autor, também referente a comunicado do ano de 2012, é que

Diante do exposto, e considerando os valores projetados para a inflação e o balanço de riscos associados, o Copom atribui elevada probabilidade à concretização de um cenário que contempla a taxa Selic se deslocando para patamares ligeiramente acima dos mínimos históricos, e nesses patamares se estabilizando (COPOM, 2012b).

O autor continua afirmando que

O Presidente do Banco Central do Brasil, Alexandre Tombini, reafirma sua visão de que a adequada condução da política monetária contribui para mitigar riscos para a inflação, a exemplo dos oriundos da depreciação cambial. No entanto, avalia que os movimentos recentemente observados nas taxas de juros de mercado incorporam prêmios excessivos. Em relação à taxa de câmbio, o Presidente reitera que o BC está atento ao processo de realinhamento global das moedas e acompanha com atenção os desenvolvimentos no mercado doméstico de câmbio (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2013).

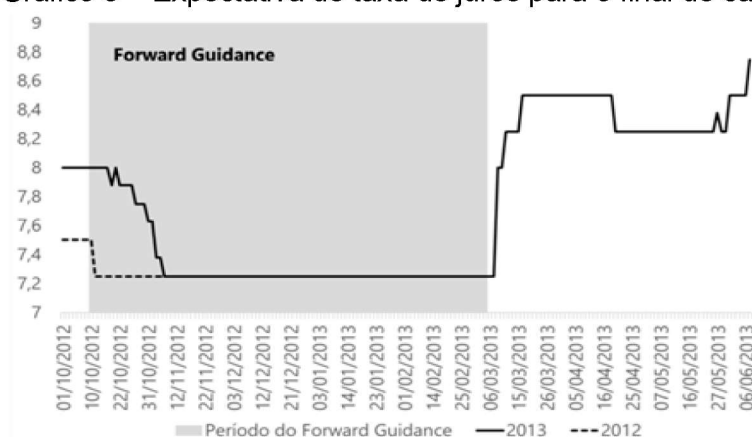
Sobre a estratégia de comunicação adotada pela autoridade monetária entre o fim de 2012 e início de 2013 e entre julho e novembro do ano de 2015, Ramos e Portugal (2018) demonstram que um dos problemas do *Forward Guidance* no Brasil foi que o mercado não percebeu que se tratava de uma previsão

condicional, entendendo que a comunicação por parte da autoridade monetária se tratava de um compromisso, ou seja, independente do que acontecesse com a inflação a autoridade não manteria alteraria os juros, como salienta o autor:

O Forward Guidance fez os agentes acreditarem que independente do que ocorresse com a inflação a autoridade não estaria disposta a alterar a taxa de juros. Em uma situação normal, os agentes alterariam a expectativa de inflação e a taxa de juros de curto prazo para cima e manteriam a inflação mais longa no mesmo patamar. Isso ocorreria porque se entende que independente do que ocorra, a autoridade irá atuar e colocará a inflação em seu objetivo de longo prazo. O fato é que, aos olhos do mercado, a autoridade estava disposta a qualquer custo ficar naquele patamar, mesmo que isso gerasse consequências sobre a reputação do Banco Central.

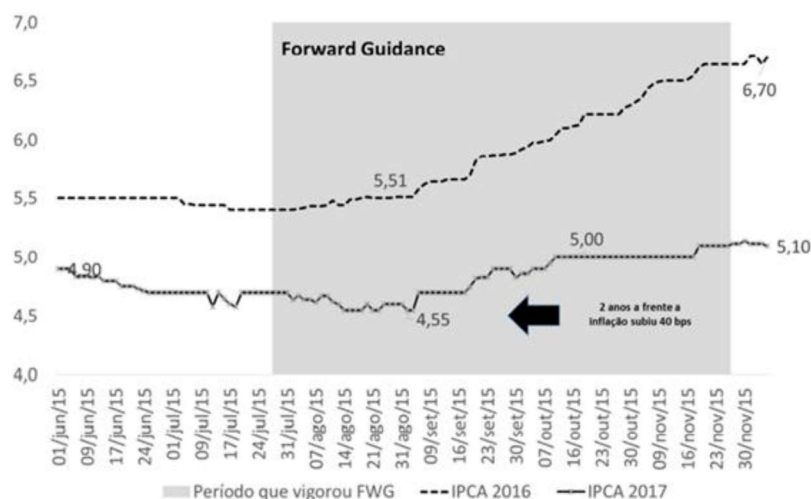
O autor demonstra, por meio de gráficos, que as expectativas de taxas de juros de curto prazo mantiveram-se fixas, enquanto as expectativas de inflação passaram a precificar uma inflação corrente e futura mais elevada, conforme exposto.

Gráfico 5 – Expectativa de taxa de juros para o final de cada ano



Fonte: Ramos e Portugal (2018)

Gráfico 6 – Expectativa de IPCA 12 para 12 meses



Fonte: Ramos e Portugal (2018)

Ao não reagir a desancoragem das expectativas de inflação, mesmo diante de choques inflacionários, as autoridades fizeram os analistas de mercado acreditarem que os objetivos da autoridade haviam mudado, arranhando sua credibilidade, como pontua o autor.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O trabalho teve como objetivo mostrar como o Banco Central coordena as expectativas dos agentes e como a comunicação auxilia a autoridade monetária a atingir esse objetivo. Na primeira seção mostramos como era o regime monetário antes da adoção do regime de metas de inflação, o regime de bandas cambiais ou âncora cambial. Nesse regime, o principal instrumento é a taxa de câmbio, o qual é de conhecimento de todos, o objetivo de se adotar essa estratégia é fornecer uma âncora para os agentes econômicos, coordenando as expectativas inflacionárias e melhorando a previsibilidade na tomada de decisão, bem como reduzir os custos da política monetária.

Em seguida, analisamos o sistema de metas de inflação demonstrando sua operacionalidade, os instrumentos tradicionais e não tradicionais utilizados para a condução da política monetária, visto o objetivo a ser atingido. Foram apresentados os principais pontos adotados por esse novo regime, como o aumento da transparência, que foi adotado pelo Banco Central, e passou a informar, não só como é, mas como será a condução da política monetária, os instrumentos utilizados e os canais de transmissão da política, bem como o impacto na inflação. A autoridade monetária também ampliou a forma de se comunicar, fornecendo relatórios periódicos de inflação e passou a publicar as atas após a reunião periódica de política monetária.

Dentre os instrumentos não tradicionais de política monetária, recebeu ênfase, neste estudo, a forma de se comunicar adotada pelos principais Bancos Centrais do mundo, o *Forward Guidance*. Como demonstrado, o *Forward Guidance* trata-se de uma ferramenta utilizada pelo Banco Central delinear o curso da política monetária (BCB), fornecendo, por intermédio da comunicação, informações ao público. Essas informações vão desde o fornecimento de informações sobre o estado da economia e possíveis reações do Banco Central, dado determinado cenário até o comprometimento público com a política monetária. Posteriormente, analisamos alguns exemplos adotados por outros Bancos Centrais e seus resultados. Observamos como essas ações aumentariam a transparência e a credibilidade na condução da política monetária, ancorando as expectativas dos agentes.

Por fim, analisamos como foi sua condução no Brasil. Para isto, foi utilizado o trabalho de Ramos e Portugal (2018). O que foi constatado no Brasil é que a adoção do *Forward Guidance* como instrumento de política monetária, começou na gestão Trombini. O resultado encontrado foi de que no Brasil os agentes interpretaram a comunicação do Banco Central como compromisso, fazendo com que as expectativas de inflação se desancorassem e levando a perda de credibilidade por parte da autoridade monetária.

REFERÊNCIAS

BERNANKE, C.B. Monetary Policy since the Onset of the Crisis. **Speech**, 2012.

BLINDER, A; GOODHART, C; HILDEBRAND, P. *et al.* **International Center for Monetary and Banking Studies**. Centre for Economic Policy Research, Geneva, 2001.

BONIS, B; LHRIG, J; WEL, M. The Effect of the Federal Reserve's Securities Holdings on Longerterm Interest Rates. **FEDS Notes**, April 20, 2017.

COPOM, **Comunicado do Copom do dia 10 de outubro de 2012** – www.bcb.gov.br. (2012a)

COPOM, **Ata do Copom do dia 15 de março de 2012** – www.bcb.gov.br. (2012b)

EDWARDS, S; SAVASTANO, M. A. Exchange Rates in Emerging Economies: What Do We Know? What Do We Need to Know? **NBER Working Paper No**, July, 1999.

EGGERTSSON, G.; WOORDFORD, M. The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy. **Brookings Papers on Economic Activit**, v. 1, 2003.

JANOT, M; MOTA, D. O Impacto Da Comunicação Do Banco Central Do Brasil Sobre o Mercado Financeiro. **Banco Central do Brasil**, 2012.

KRUGMAN, P. It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap. **Brookings Papers on Economic Activit**, v. 2, 1998.

MINELLA, A et al. Inflation Targeting in Brazil Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility. **Working Paper Series**, Brasília, 2003.

MODENESI, A. **Regimes monetários: teoria e a experiência do real**. Barueri: Manoeli, 2005.

RAMOS, P. L; PORTUGAL, M. S. **Forward Guidance E O Caso Brasileiro**. 2018. Disponível em < <https://www.ufrgs.br> >.

RUDEBUSCH, G; WILLIAMS, J. C. Revealing the secrets of the temple: the value of publishing central bank interest rate projections. **National Bureau of Economic Research**, 2012. Disponível em: <https://www.nber.org/papers/w12638>. Acesso em: 20 nov. 2021.

SUTHERLAND, C. Forward Guidance and Expectation Formation: a narrative Approach. **Bank of Canada**, 2020. Disponível em: <https://www.bankofcanada.ca> . Acesso em: 20 nov. 2021.

SVENSSON, L. E.O. Social Value of Public Information: Morris and Shin Is Actually Pro Transparency, Not Con. **American Economic Review**. 2006. Disponível em <www.princeton.edu/~svensson/>.

WALSH, C. E. Optimal economic transparency. **International Journal of Central Banking**. 3(1), 5–36. Critica. 2007.

WOODFORD, M. **Central-Bank Communication and Policy Effectiveness**. In: Apresentado no Simpósio do Federal Reserve Bank de Kansas City “The Greenspan Era: Lessons for the Future”, 2005, Jackson Hole., 2005. p. 29-39.

WOODFORD, M. **Methods of policy accommodation at the interest-rate lower bound**. In: **Jackson Hole symposium**, August, Federal Reserve Bank of Kansas City. 2012.