

GABRIELA HAYASHIDA

**A ESTRUTURA DE COMUNICAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA DOS BANCOS
CENTRAIS: CONSTRUÇÃO DE CONFIANÇA OU DE CREDIBILIDADE?**

**Projeto de monografia apresentada para
conclusão do curso de Bacharel em
Ciências Econômicas, Setor de Ciências
Sociais Aplicadas, Universidade Federal
do Paraná.**

**Orientador: Prof. Dr. Fabiano Abranches
Silva Dalto**

CURITIBA

2009

TERMO DE APROVAÇÃO

GABRIELA HAYASHIDA

A ESTRUTURA DE COMUNICAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA DOS BANCOS CENTRAIS: CONSTRUÇÃO DE CONFIANÇA OU DE CREDIBILIDADE?

Monografia aprovada como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas, pela Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, pela seguinte banca examinadora:



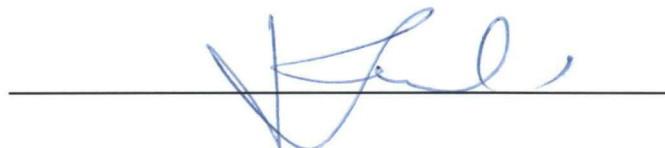
Prof. Fabiano Abranches Silva Dalto (Orientador)

Universidade Federal do Paraná



Prof^a. Iara Vigo de Lima Onate

Universidade Federal do Paraná



Prof. Rafael Camargo de Pauli

Universidade Federal do Paraná

CURITIBA, ___ de _____ de 2009.

RESUMO

Até meados de 1970, com o keynesianismo ortodoxo, política monetária era utilizada para manter a produção e o emprego em níveis elevados. Nos anos 1980, com os Novos Clássicos, há uma mudança de paradigma com o Novo Consenso, onde a estabilidade dos preços se tornou o principal objetivo das autoridades monetárias. Os desenvolvimentos teóricos enfatizaram o papel e a importância da reputação dos bancos centrais e a credibilidade das suas políticas. Entretanto, sua base teórica esteve dominada por uma parcela ínfima de burocratas armados de conhecimentos técnicos para conduzi-la, ao passo que economistas divergem entre si sobre a condução da política monetária. A comunicação dos bancos centrais, nesta questão, entra como ponto fundamental no sentido de reduzir a divergência cognitiva e a incerteza sobre os resultados de decisões dos agentes econômicos. Por esse motivo, acompanhar reuniões dos formuladores de política monetária é crucial para entender a dinâmica da economia atual, além de servir como uma forma de previsão do cenário futuro. Assim sendo, o objetivo deste trabalho é analisar a estrutura de comunicação das decisões de três órgãos conectados aos seus respectivos bancos centrais, o Comitê de Política Monetária (Copom), Federal Open Market Committee (FOMC) e Monetary Policy Committee (MPC), e avaliar se eles optam por conduzir sua comunicação em uma estratégia de confiança ou credibilidade, dado que tais conceitos são distintos.

Palavras-chave: Bancos centrais, credibilidade e confiança.

ABSTRACT

Until 1970 with the orthodox keynesianism, monetary politics were used to maintain production and job in high levels. In 1980, with the New Classic, there was a paradigm change with the New Consensus and price stability turned the main objective of the monetary authorities. The theoretical developments emphasized the role and the importance of reputation in central banks and the credibility of their politics. However, the theoretical base was dominated by a tiny portion of bureaucrats filled with technical knowledge, while economists diverge amongst themselves on the conduction of the monetary politics. The communication of the central banks, in this subject, enters as a fundamental point in the sense of reducing the cognitive divergence and the uncertainty on the results of the economical agents' decisions. For that reason, follow the meetings of the policymakers is crucial to understand the dynamics of the current economy, besides serving as a forecast form of future scenery. Therefore, the objective of this work is to analyze the communication structure of the decisions of three organs connected to their respective central banks, the Committee of Monetary Politics (Copom), Federal Open Market Committee (FOMC) and Monetary Policy Committee (MPC), and assess if they opt to manage their communication in strategy of trust or credibility, given that such concepts are different.

Keywords: Central banks, credibility and confidence.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	1
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	2
2.1 O CONCEITO DE CREDIBILIDADE	2
2.1.1 <i>A estratégia de credibilidade</i>	5
2.2 O CONCEITO DE CONFIANÇA.....	11
2.2.1 <i>A estratégia de confiança</i>	17
3. ESTRUTURAS DE COMUNICAÇÃO DOS BANCOS CENTRAIS	19
3.1 <i>O Copom</i>	19
3.2 <i>O FOMC</i>	23
3.3 <i>O MPC</i>	26
3.4 COMPARATIVO ENTRE OS BANCOS CENTRAIS: CONSTRUÇÃO DE CONFIANÇA OU CREDIBILIDADE?.....	28
4 CONCLUSÃO	35

TABELAS

Tabela 1 - SÍNTESE DAS ATAS DE REUNIÕES DOS BANCOS CENTRAIS.....	33
--	----

1 INTRODUÇÃO

A política monetária tem efeitos reconhecidamente importantes sobre a economia como um todo, e sempre esteve dominada por um conjunto de burocratas que dizem fiar em seus conhecimentos técnicos para conduzi-la de forma mais efetiva. Economistas, entretanto, divergem enormemente em vertentes teóricas a respeito sobre como conduzir a política monetária, os objetivos que ela deveria favorecer e mesmo como ela afeta as diversas variáveis econômicas. Isto tudo implica na possibilidade de enormes divergências entre decisões e possíveis resultados da política monetária. Por esse motivo, é interessante investigar a forma como acontece a comunicação dos bancos centrais, quando ela acontece e de que forma ela é estruturada no sentido de reduzir a divergência cognitiva e a incerteza sobre os resultados de decisões dos agentes. Acompanhar de perto as reuniões dos formuladores de política monetária (*policymakers*) é crucial para entender a dinâmica da economia atual, além de servir como uma forma de previsão do cenário futuro.

Desta forma, o trabalho pretende analisar a estrutura de comunicação das decisões de três órgãos responsáveis por isso, conectados aos seus respectivos bancos centrais, a saber: o Comitê de Política Monetária (Copom), Federal Open Market Committee (FOMC) e Monetary Policy Committee (MPC).

No segundo capítulo, uma revisão teórica será feita acerca da conceitualização dos termos *credibilidade* e *confiança*. Existe uma vasta literatura, ortodoxa e do Novo Consenso, a respeito deste assunto. Uma abordagem mais acurada das estratégias de credibilidade e de confiança também será realizada.

No terceiro capítulo, será feita uma caracterização da forma como cada um dos três bancos centrais citados anteriormente se comunica, quer através de relatórios, de anúncios, de atas, ou de outros meios. Além disso, cada um deles será identificado como seguidor de uma das duas estratégias, confiança ou credibilidade.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Segundo MONTES (2008), até meados da década de 1970 o keynesianismo ortodoxo era o *mainstream* da economia, sendo a política monetária entendida como uma espécie de economia política utilizada para manter a produção e o emprego em níveis elevados. Contudo, foi próximo aos anos 1980, com os Novos Clássicos (expectativas racionais), que ocorreu uma mudança de paradigma em termos de condução da política monetária. Estabelece-se o chamado Novo Consenso, onde a estabilidade dos preços se tornou o principal objetivo das autoridades monetárias. Conforme a nova economia clássica foi avançando, alguns desenvolvimentos na teoria monetária enfatizaram o papel e a importância da reputação dos bancos centrais e a credibilidade das suas políticas para a condução da política monetária.

Neste capítulo será destacado o debate da literatura sobre as definições do conceito de credibilidade e sobre a política monetária acerca da questão da trilogia "regra – compromisso – credibilidade" que preside a literatura mais convencional. Além disso, serão abordadas também definições do conceito de confiança, bem como a trilogia comunicação – entendimento comum – confiança que emerge de uma visão crítica com base na incerteza de KEYNES.

2.1 O CONCEITO DE CREDIBILIDADE

Nesta seção serão definidos os principais conceitos de credibilidade encontrados na literatura recente sobre política monetária, fazendo-se distinção entre os termos credibilidade e reputação.

O conceito de credibilidade é um conceito que dá margem a muitas interpretações. AMANO & NORDEN (1997) afirmam que o termo *reputação* é as vezes utilizado alternadamente com o termo *credibilidade*, embora sejam duas idéias distintas. Por credibilidade, entende-se que os agentes acreditarão

nos planos anunciados pelos *policymakers*. Por reputação entende-se a crença do agente sobre a preferência dos *policymakers*. A credibilidade se refere aos planos que, uma vez anunciados, serão acreditados. Reputação questiona como os *policymakers* avaliam diferentes resultados, independente do que tenha sido anunciado.

BLINDER, em seu livro "Bancos Centrais: Teoria e Prática" define credibilidade como "a habilidade de se ter as próprias afirmações aceitas como factuais ou os próprios motivos declarados aceitos como verdadeiros". Ele afirma, então, que ter credibilidade significaria que a população tenderia a acreditar no pronunciamento do banco central, mesmo que ele não tenha obrigação de cumpri-lo ou possua um incentivo financeiro para comportar-se dessa forma (como em um ambiente de teoria dos jogos, por exemplo). Assim, um banco central que sempre faz o que diz que irá fazer, segundo o autor, construirá sua credibilidade independentemente da estrutura institucional. Ele levanta ainda a questão "a literatura acadêmica afirma que os bancos centrais investem em credibilidade para ter mais vantagens no curto prazo. Mas parece não haver um bônus assim pela credibilidade. Por que, então, os dirigentes dos bancos centrais preocupam-se tanto com a credibilidade?" (BLINDER, 1998, p. 82).

Dentre as respostas possíveis, BLINDER (1998, p. 83) afirma que uma delas diz respeito ao fato de a credibilidade ser extremamente vantajosa durante o período de uma crise financeira, pois neste momento, quando o banco central pode ser obrigado a exercer medidas forçadas e prometê-las se necessário for, sua palavra é certamente tão importante quanto suas atitudes. Por esse motivo, também o é sua credibilidade.

BLINDER (1999) investigou o porquê de a credibilidade ser tão importante para os bancos centrais e como eles poderiam criar ou melhorar a mesma. A investigação foi feita a partir do envio de um questionário aos responsáveis de 127 bancos centrais, solicitando opiniões a respeito de uma variedade de questões acerca da credibilidade dos bancos centrais. A taxa de resposta foi alta, cerca de 66% (84 de 127 bancos). No estudo proposto, foram enviados questionários também para um número aproximado de economistas, especializados tanto em economia monetária como macroeconomia. A taxa de

respostas destes, entretanto, foi mais baixa, representando 46% dos mesmos (53 de 115 indivíduos).

De acordo com as respostas recebidas, tanto banqueiros como acadêmicos, aparentemente, consideram a credibilidade como sendo um fator de muita importância. Sete foram as razões citadas para demonstrar o porquê de a credibilidade ser importante para um banco central: torna a desinflação menos custosa, mantém a inflação baixa, altera estratégias, serve como prestador de última instância, mantém a taxa de câmbio, mantém a transparência de políticas públicas e serve de apoio à independência do banco central (BLINDER, 1999, p. 7).

Os banqueiros, basicamente, associam a credibilidade ao combate a inflação; por esse motivo, uma boa credibilidade, por assim dizer, auxilia no controle da inflação, quando em baixa, além de facilitar a defesa do câmbio e angariar apoio da população na independência do banco central (BLINDER, 1999, p. 21).

Na parte final do questionário, o autor elaborou questões para definir como um banco central poderia melhorar ou criar credibilidade. Os aspectos ressaltados pelos entrevistados, métodos que poderiam melhorar ou criar credibilidade para um banco central, foram: independência do banco central, transparência, histórico de honestidade, histórico de combate à inflação, regulado por um governo, incentivos (perdas pessoais) e pequenos déficits fiscais. Ele conclui o estudo dizendo que aparentemente não há meios de aumentar a credibilidade senão do modo já pensado anteriormente, ou seja, seguindo um histórico de honestidade e aversão à inflação (BLINDER, 1999, p. 21).

Desta forma, é possível inferir que banqueiros e acadêmicos concordariam com o conceito de BLINDER a respeito da credibilidade, dado o nível de importância creditado a ela e suas implicações. Afinal, se um banco central não possuir a habilidade de se afirmar ou tiver seus motivos declarados como verdadeiros, tal como a definição do autor, então ele certamente não teria credibilidade perante a população.

2.1.1 A estratégia de credibilidade

Nesta seção serão discutidas teorias de defensores e críticos da literatura de estratégias de credibilidade, abordando a vertente mais recente da trilogia regra – compromisso – credibilidade.

Exemplo de autores defensores de uma estratégia de credibilidade por parte dos bancos centrais pode ser encontrado em AMANO & NORDEN (1997). Estes identificam uma literatura institucional de três vertentes principais, muitas vezes inter-relacionadas, focando nos seguintes pontos: regras para a política monetária, os contratos de desempenho para bancos centrais e independência do banco central (AMANO & NORDEN, 1997, p. 16).

Quanto a regras para política monetária, dizem AMANO & NORDEN (1997) que, exigir que a autoridade monetária siga uma regra obrigatória é, talvez, a restrição legislativa mais direta para abordar o problema da inconsistência dinâmica. Se *policymakers* não podem renunciar suas políticas anunciadas, não há nenhuma barreira para prosseguir com a inflação baixa.

Claro que tais normas vêm com um custo, impondo um *trade-off* entre redução da inflação e estabilização do produto. MCCALLUM (1995a, *apud* AMANO & NORDEN 1997), entretanto, argumenta que não há necessidade de um *trade-off* entre flexibilidade e compromisso. Os bancos centrais podem muito bem agir com sensatez e evitar a exploração de expectativas do setor privado, através de uma regra política correta e o conjunto institucional adequado.

Quanto aos contratos, a idéia por trás de contratos de desempenho para os banqueiros centrais é igualmente simples. A questão é que os banqueiros centrais, como todos os demais agentes racionais maximizadores, respondem a incentivos financeiros. Portanto, amarrando as recompensas financeiras dos banqueiros centrais – seja seu salário ou o orçamento do banco – ao desempenho dos agregados macroeconômicos, o bem-estar social pode ser maximizado. A única exigência de um contrato de desempenho é que o mesmo faz com que o banco central atente mais à inflação do que a sociedade, pois o viés de inflação é constante e independente do choque do produto; por esse

motivo, uma penalidade linear simples servirá como forma de dissuasão para o banco central, assim ele não causará inflação e abandonará as suas responsabilidades de estabilização. Neste ponto, os autores não previram a questão de um problema de democracia; mesmo a penalidade não serviria como garantia real de que o banco central deixaria de causar inflação, instituir um contrato de desempenho equivaleria a nomear um banco central mais conservador (AMANO & NORDEN, 1997, p. 16).

MCCALLUM (1995a, *apud* AMANO & NORDEN 1997), argumenta que o viés de inflação não resulta de um problema de agente-principal, ao menos não em seu sentido clássico, de forma que um contrato de desempenho pode não ser credível ou eficaz. A existência de um banqueiro central prejudicial, buscando aumentar a produção acima da tendência e indo contra os desejos da sociedade parece um tanto remota; parece ser mais provável existir oficiais eleitos que gostariam de exercer pressão sobre o banco central. Se for este o caso, não é certo que o contrato de desempenho seria efetivamente cumprido. Parece mais plausível que, fazendo as metas das autoridades monetárias mais transparentes e exigindo a prestação de contas em intervalos específicos de tempo, contratos de desempenho possam conduzir a uma melhor ação política.

É possível, argumentam AMANO & NORDEN (1997), que a fonte do viés de inflação seja a pressão exercida sobre o banco central por oficiais eleitos. Se os interesses dos políticos divergem dos do público em geral, o bem-estar da sociedade seria alcançado a partir da concessão da independência do banco central. Um banco central autônomo tende mais a perseguir uma inflação baixa e estabilizar a produção, como deseja o público em geral.

Os autores ressaltam que é importante notar que tais soluções não são mutuamente exclusivas, elas mais se reforçam mutuamente. Além disso, enquanto uma tecnologia perfeitamente comprometida ou um design institucional não puder existir, é possível aumentar os custos de voltar atrás em uma promessa significativamente, resultando em uma política monetária mais credível. O objetivo básico da teoria do design institucional é torná-la onerosa para renunciar a uma boa política, assim os custos podem assumir a forma de penas monetárias, perda de prestígio, ou remoção dos cargos dos *policymakers* (AMANO & NORDEN, 1997, p. 17).

A terceira vertente da literatura, mais recente, é composta por artigos que descrevem a importância da coerência e compatibilidade políticas, pois elas resultariam em credibilidade. Novamente, distinguem-se os termos reputação e credibilidade; pois reputação visa avaliar como os *policymakers* distinguem resultados diferentes, de acordo com o que tenha sido anunciado.

A reputação surge em modelos onde os agentes estão incertos sobre os objetivos da política (talvez porque eles liberem anúncios oficiais como sendo inacreditáveis). Ou, simplesmente, podemos considerá-los incertos se a política é escolhida por alguém que não gosta muito de inflação ou não gosta nada. Os autores chamam o primeiro tipo de *policymaker* de "tough" (T) e o segundo como "wet" (W). Agentes acreditam que a política será mais rigorosa no futuro, se o *policymaker* preferir T a W. Melhorar a credibilidade da política, portanto, exige que o *policymaker* possa convencer os agentes de que ele é do tipo mais coerente com a política anunciada. A questão é saber como os agentes formam suas crenças sobre os tipos de *policymakers* (AMANO & NORDEN, 1997, p. 13).

Estes modelos assumem que os agentes tentam inferir o tipo de *policymakers* observando as ações passadas dos mesmos, ou seja, seu histórico. *Policymakers* que tivessem demonstrado grande aversão à inflação no passado serão julgados como T, enquanto outros serão julgados como W. Estes julgamentos são geralmente baseados em uma regra de atualização Bayesiana que formaliza como agentes aprendem. Em cada período, agentes modificam suas crenças anteriores sobre a probabilidade de que *policymakers* são do tipo T (ou W), considerando as probabilidades relativas de que um *policymaker* de um determinado tipo teria agido de uma determinada maneira. Dado um determinado número de observações, os agentes eventualmente descobrem o verdadeiro perfil do *policymaker*. Este mecanismo também permite o estudo de como e porque reputação varia ao longo do tempo (AMANO & NORDEN, 1997, p. 13).

AMANO & NORDEN (1997) demonstraram que ao tratar política governamental como sendo uma escolha feita de forma consciente pelos *policymakers*, chega-se a conclusões distintas daquelas produzidas pela suposição de que a política é exógena aos mesmos, ou seja, gerada por

fatores externos ou outros procedimentos que não passem pela decisão dos *policymakers*. Isso leva à questão de como se comporta a credibilidade se os agentes pensam que os *policymakers* são racionais. Eles focam então em outro aspecto da literatura: a interação da racionalidade, a estrutura da dívida (ou gestão da dívida) e a credibilidade.

Por estrutura da dívida ou a gestão da dívida, entende-se as condições sob as quais o governo vende a sua dívida. Existem três variáveis: *maturidade*, referente ao quão frequentemente a dívida deve ser refinanciada (e, portanto, renegociada); *índice*, referente a se o montante que o governo promete pagar no vencimento é fixo ou está ligado a algum outro índice (como o preço do petróleo ou a taxa de inflação); e *moeda*, referente à moeda em que o montante a ser pago é denominado (estrangeiro ou nacional) (AMANO & NORDEN, 1997, p. 13).

Análises mais antigas sobre como a estrutura da dívida tem importância para a credibilidade da política monetária centraram-se sobre a possibilidade de que o banco central pudesse monetizar os débitos do governo. Monetização refere-se à capacidade da autoridade monetária para reduzir a posteriori o real valor que os credores do governo recebem quando ocorre o vencimento da dívida. Isso ocorre por contratação de dívida com um valor nominal fixo na data de vencimento e então criando uma inflação esperada mais alta. Construir a dívida de uma forma que limite a sua monetização aumenta a credibilidade da política monetária em modelos onde o responsável pela política monetária fique preocupado com a situação fiscal do governo. A limitação do potencial grau de monetização pode ser feita de várias maneiras, como a emissão de curto prazo ao invés de dívida de longo prazo, indexação à inflação (taxa real de juros) da dívida, ao invés de dívida nominal, ou estrangeira e dívida denominada em moeda nacional. Neste cenário, uma vez que cada uma dessas escolhas tem o mesmo potencial de monetização da dívida, não faz diferença qual delas (ou combinação delas) é escolhida. MISSALE & BLANCHARD (1994a, *apud* AMANO & NORDEN 1997), argumentam que uma vez que as dívidas do governo tornam-se grandes o suficiente para fazer do repúdio uma preocupação, aumenta ainda mais a dívida pública em vigor da redução do prazo de vencimento efetivo da dívida. Desta forma, os governos podem

manter a credibilidade de sua promessa de não repudiar a dívida, e assim financiar as suas dívidas com custos mais razoáveis.

PERSSON, PERSSON & SVENSSON (1987a, *apud* AMANO & NORDEN 1997), argumentam que, explorando os efeitos de estrutura da dívida, o *policymaker* deve não só melhorar a credibilidade da política monetária, mas ele deve até mesmo ser capaz de superar a questão da dinâmica básica do problema de inconsistência e alcançar o estado de bem-estar que ele foi perfeitamente capaz de prever. Em seu modelo, o benefício fiscal marginal para o governo de criar inflação inesperada é proporcional a um considerável estoque de dinheiro mais o valor de mercado da dívida nominal de longo prazo do governo. Assim, se esta soma é positiva, o problema de inconsistência dinâmica existe. A ação ideal para o governo é, então, se tornar um comprador líquido de dívida de longo prazo (ou seja, fazer estoque da dívida) e um vendedor líquido de dívida de curto prazo, tendo assim uma posição de grande especulação no mercado. Quando esta posição especulativa é justamente igual ao tamanho da base monetária em circulação, então, quaisquer ganhos fiscais para o governo oriundo do efeito da inflação não prevista sobre a base monetária é precisamente compensada por seus efeitos sobre as dívidas do governo. Isso não cria ao governo nenhum incentivo para criar inflações não previstas e, por isso, resolve o problema de inconsistência dinâmica.

HERON e CARRÉ, por sua vez, são críticos da estratégia da credibilidade. Eles definem credibilidade como sendo aquela onde um banco central adota um determinado comportamento e o segue. Com o monetarismo e o NCE (New Classical Economy), o modelo de comportamento acaba resultando do conhecimento comum das “leis naturais” da economia, ou seja, o monetarismo do Novo Consenso assume que os agentes econômicos conhecem as “leis naturais” de funcionamento do meio econômico e agem de acordo com elas. Assim, para que leis sejam respeitadas, o modelo real impõe uma regra de comportamento a ser seguida pelos agentes econômicos e pelo banco central. Por esse motivo, a credibilidade foi associada ao respeito à verdade, às leis naturais que por seu turno coincidiriam com os princípios teóricos do monetarismo. A cadeia simplificada da estratégia de credibilidade é

conhecida como R-C-C (Rule – Commitment - Credibility), e a credibilidade em si aparece como a evolução do NCE, como uma alternativa à Teoria Quantitativa da Moeda. O objetivo seria preservar a imagem de um poderoso banco central, capaz de controlar por si mesmo a inflação. Se a incerteza for levada em consideração, as expectativas racionais auxiliam na falta de coordenação entre agentes econômicos e o banco central, comprometido a seguir a regra econômica (HERON e CARRÉ, 2006, p. 59).

Hoje o mainstream da política monetária é a literatura da credibilidade, baseada no monetarismo e no NCE. É onde se localiza o modelo "real" da economia com seu equilíbrio de longo prazo, com neutralidade da moeda, com expectativas racionais. Esse é o que HERON e CARRÉ (2006) chamam de conhecimento comum (common knowledge). Ou seja, dentro da teoria da credibilidade há somente um modelo de funcionamento da economia, que é compartilhado por todos os agentes econômicos. Assim, agentes têm as ferramentas adequadas para analisar e fazer previsões uns sobre os outros, incluindo o Banco Central. Por esse motivo a importância da transparência do mesmo. Assume-se como consequência, que basta que as ações do BACEN sejam visíveis para que suas intenções, motivos e objetivos sejam também conhecidas pelos agentes.

Esse modelo impõe uma regra ao banco central, que assume um compromisso para respeitá-la e a sua credibilidade passa a estar em jogo. Assim, como falamos de um modelo de conhecimento comum, falamos também da transparência requerida pela credibilidade. E, para evitar a tendência de inflação de políticas governamentais, se torna imperativo a independência do banco central. Sobre a independência do banco central, diz BLINDER (1998, p.72):

Para mim, independência do banco central significa duas coisas: primeiro, que o banco central tem liberdade para decidir como tentar atingir seus objetivos, segundo, que é muito difícil que qualquer outro setor do governo anule suas decisões (...) quando digo que um banco central independente tem uma margem considerável para decidir como tentar atingir seus objetivos, isto não significa que o banco pode selecioná-los sozinho. Ao contrário, em uma democracia, parece inteiramente apropriado que as autoridades políticas definam os objetivos e depois instruem o banco central a tentar atingi-los.

A idéia geral de BLINDER (1998) é de que os bancos centrais devem suprir a vontade pública. E, uma vez que sejam independentes, são capazes de combater melhor a inflação, ou seja, são mais confiáveis. Sendo mais extremo, se a política do banco central fosse total e completamente confiável, seria possível deflacionar sem custos.

Uma das estratégias de política monetária é conhecida como "metas de inflação", caracterizada pelo anúncio da meta oficial de variação para a taxa de inflação em um ou mais horizontes, e pelo reconhecimento explícito de que a inflação baixa e estável é o objetivo primordial da política monetária. Outras características importantes das metas de inflação incluem o aumento da comunicação com o público sobre os planos e objetivos dos formuladores de políticas monetárias e, em muitos casos, uma maior prestação de contas (*accountability*) do Banco Central para atingir esses objetivos (BERNANKE e MISHKIN, 1997, p.97).

A adoção de metas de inflação é frequentemente associada com as mudanças nas leis ou disposições administrativas relacionadas com o banco central. Normalmente, as reformas são direcionadas para aumentar a independência para o Banco Central, especialmente em respeito à sua escolha de ferramentas de ajuste, o que parece ser uma consequência lógica de fazer a estabilidade de preços o objetivo primordial da política, uma vez que o banco central é o melhor lugar para tomar as decisões técnicas necessárias para alcançar a estabilidade de preços e fazer julgamentos sobre se a perseguição de outros objetivos é consistente com o primeiro objetivo (BERNANKE e MISHKIN, 1997, p.102).

2.2 O CONCEITO DE CONFIANÇA

Confiança não tem sido um conceito com o qual os economistas convencionais têm se preocupado quando constroem modelos com base na

teoria neoclássica. O conceito, por outro lado, parece ser a preocupação de muita literatura de outras disciplinas, especialmente na área de administração e sociologia,. Há, nestes estudos, uma vasta gama de definições e conclusões a respeito do conceito de confiança. Se considerarmos o valor da confiança na sociedade, ela pode ter um valor extrínscico, como base que permite atingir objetivos sociais ou econômicos. Quando o valor é intrínscico, a confiança pode ser hedônica ou baseada em respeito próprio. O valor extrínscico econômico da confiança reside no fato de que permite a interação entre pessoas e entre organizações, além de reduzir custos de transações (NOOTEBOOM, 2002). Por esse motivo, nesta seção serão expostos conceitos de confiança e suas implicações na sociedade. Além disso será exposta a relação de principal-agente diante de tal conceito.

A confiança é definida por NOOTEBOOM como uma visível vulnerabilidade de uma pessoa as ações de outras, com a possibilidade de as “coisas darem errado” combinada com a crença de que elas realmente não darão. Um primeiro pressuposto do autor é de que a confiança é uma mistura de racionalidade e sentimento, avaliação e de fé e de informação e incerteza que podem funcionar no processo de construção ou destruição de confiança. O autor diz que pessoas percebem, interpretam e avaliam o mundo de acordo com categorias mentais que criam durante a interação com o ambiente social e físico em que vivem, fazendo com que o processo de construção ou quebra de confiança ocorra na interação entre indivíduos (NOOTEBOOM, 2003, p. 2).

O segundo pressuposto é que a racionalidade das emoções, da mente e do corpo estão interligados. Eventos evocam emoções externas, dando origem a sentimentos, que por sua vez podem levar ao pensamento reflexivo, o que pode modificar emoções e acabar resultando em uma análise crítica dos acontecimentos. Isto também é de relevante importância para confiança, pois emoções desempenham um papel importante na maneira em que a confiança constrói ou quebra a percepção emotiva, pois fazem a avaliação das ameaças e riscos (NOOTEBOOM, 2003, p. 2).

Ainda, a confiança é composta por quatro integrantes: o confiante (1) confia em alguém (2), em um ou mais aspectos do comportamento (3), sob certas circunstâncias (4). (2) podem ser pessoas individuais, mas também pode ser algo coletivo, tal como organizações e instituições. A relação de confiança

nas pessoas e de confiança na organização depende da posição e dos papéis que as pessoas têm em uma organização (RING E VAN DE VEN 1992a, 1994a *apud* NOOTEBOOM 2003) e na coordenação do comportamento na organização. Quanto a aspectos comportamentais confiáveis, é habitual distinguir confiança em capacidade (competência em atender às expectativas) de confiança em intenções (para realizar algo de boa fé, de acordo com suas qualidades). Competência inclui competência técnica e cognitiva. Confiança em intenções exige empenho, ou seja, atenção para possíveis contratemplos, e ausência de oportunismo. A dependência da confiança em determinadas circunstâncias implica que a mesma é limitada: pode-se confiar em alguém (em sua competência ou em suas intenções), sob algumas condições, mas não em outras que vão além da competência, ou a resistência à tentação do oportunismo (NOOTEBOOM, 2003, pg. 2).

Existiria ainda mais uma definição de confiança. Na concepção de SHAPIRO, existiria a idéia de dois elementos principais, a idéia de agência, onde agentes agem em benefício de organizações ou instituições conhecidas como principais e a idéia de um investimento de risco. A confiança entraria como um terceiro fator, como um relacionamento social onde o principal investe recursos, autoridade ou responsabilidade para que outro aja em seu benefício em troca de algum retorno futuro incerto. Ela diz que para compreender como o enraizamento permeia relações de confiança, é preciso observar tanto as fontes de agência nas sociedades mais complexas como as respostas dos principais à incerteza (SHAPIRO, 1987, p. 625).

De acordo com a autora, a relação de agência mais interessante nasce da coletivização, onde os principais frequentemente confiam suas propriedades a estranhos. Deixando seus fundos ao encargo de uma empresa de seguros, por exemplo, eles conseguem proteção a relativo baixo custo. Ou seja, principais transferem dinheiro ou propriedades para agentes organizacionais esperando um futuro *payoff*. Essas transações futuras exigem mais do que simples cuidado nas relações de agência; elas requerem o comprometimento do retorno garantido do investimento (SHAPIRO, 1987, p. 628).

GRANOVETTER (1973a, *apud* SHAPIRO 1987) personalizou a relação da agência pela incorporação de estruturas de relações sociais em um

mecanismo de cópia. Ou seja, neste mecanismo, principais podem acabar limitando suas relações com agências conhecidas, participantes de sua rede de contatos, restringindo parcerias com aqueles com quem já possuem uma relação contínua, presente, cuja relação foi testada no passado e tem grandes chances de sucesso no futuro. Ou seja, basicamente, principais estreitam relações de agência baseadas na familiaridade, na interdependência, fato que resulta em fortes incentivos para as performances que se mostrarem confiáveis ou um potente arranjo de controle social informal de opções para punir os abusos. Ele ainda afirma que, frente a escolhas, tanto indivíduos como organizações optam por transacionar com aqueles de melhor reputação.

A confiança entre agentes e principais é sistematizada em um ambiente definido por NORMAN e STRONG como um ambiente onde predominam a assimetria de informações, a incerteza e a racionalidade limitada de seus agentes, como preconizado na Teoria da Agência. A incerteza significa que resultados não são necessariamente conectados a certa combinação de insumos. De acordo com SIMON (1980, p. 42) “a racionalidade é limitada quando lhe falta onisciência. E as faltas de onisciência são fruto, principalmente, de falhas do conhecimento das alternativas, incerteza a respeito de eventos exógenos relevantes e inabilidade no cálculo de suas conseqüências”. Assimetria de informações seria, de acordo com NORMAN e STRONG (1987, p. 19), o fato de que os diferentes agentes econômicos não compartilham mesmo conjunto de informações.

A confiança entraria como um mecanismo de segurança na relação entre agentes e principais, um terceiro elemento que garantiria a estabilidade de laços entre os mesmos. Deste modo, os problemas de agência poderiam ser, em parte, suavizados. Como um exemplo, tome-se o problema de risco moral. O risco moral acontece, segundo NORMAN e STRONG (1987, p. 21), quando o principal e o agente partilham a mesma informação até o ponto no qual o agente seleciona uma ação, mas, posteriormente, o principal é o único capaz de observar o resultado ou recompensa, e não a própria ação em si. Ou seja, no início, tanto agentes como principais compartilham da mesma informação; contudo, chega-se em um ponto de ruptura quando o principal não acompanha mais as ações do agente.

O mesmo acontece com o problema de seleção adversa. Por seleção adversa, entende-se a situação em que o principal não está a par de algumas informações que sejam relevantes para a ação, enquanto que o agente pode fazer uso desta informação ao escolher uma determinada ação. Então, mesmo se a ação do agente e os resultados são observados em conjunto, o principal não consegue saber se a tal ação foi ótima devido a informação privada do agente. Supondo que recaia sobre o agente a tomada de uma decisão de grande relevância, os principais não têm acesso ao processo decisório como um todo, podendo apenas observar o fim, o resultado. Eles, então, não poderão saber se o resultado foi o resultado ótimo. Assim, a confiança nestes dois casos poderia se mostrar eficiente como mediadora dos relacionamentos entre agentes e principais (NORMAN e STRONG 1987, p. 21).

Posto deste modo, interessante seria agora discorrer um pouco sobre a estruturação da confiança. Para VALENTIM e KRUEL (2007, p.778), confiar ou não é uma decisão cuja base está moldada na racionalidade do indivíduo, nas informações que ele dispõe baseado em suas experiências próprias. A construção da confiança vai além de ser baseada somente em elementos cognitivos. Ela é permeada também em elementos emocionais, comportamentais e representacionais. A confiança, afirmam os autores, não precisa vir antes da cooperação. A primeira pode ser resultado da segunda. Eles afirmam que embora seja possível trabalhar sem confiança, o trabalho é mais produtivo quando a confiança está presente entre os envolvidos. Encaixa-se aqui a afirmação de SIMON (2002, p. 607) segunda a qual algumas atividades, quando feitas em conjunto devido a sua complexidade, são muito mais eficientes do que quando feitas individualmente. Do desejo humano de identificação com grupos vem a sua lealdade a alguns agrupamentos específicos e, decorrente disso, a união eficiente. Ou seja, após a cooperação pode nascer a confiança. Ela pode ser considerada como um elemento a ser construído a longo prazo.

Centralizando a importância da confiança na economia de mercado, PERELMAN (1998, p. 381) afirma que mercados solicitam e destroem confiança, resultando em medidas que parecem promover a economia, mas que podem realmente ameaçar a saúde de longo prazo do mercado a partir da

destruição da confiança. Se a sociedade é um organismo, a economia também o é. A existência de contratos, créditos, e até mesmo propriedades depende ou de um Estado forte ou da aceitação voluntária das regras do jogo. O fato de mercados confiarem em um estado forte para obrigar contratos voluntários é uma contradição básica do capitalismo. O capitalismo se proclama um sistema voluntário, mas é, no final das contas, baseado em força, ou pelo menos a ameaça do uso de força.

Ainda, PERELMAN afirma que o paradoxo de Bentham, ou seja, o fato de que os mercados se apóiam em Estados fortes para forçar contratos voluntários, seria a contradição básica do capitalismo, pois este se autodenomina como um sistema voluntário; entretanto, ele ultimamente tem sido baseado na força ou, pelo menos, na ameaça do uso da força. Deste modo, o paradoxo de Bentham levaria a outro paradoxo, que o autor chama de paradoxo da confiança. Um Estado forte normalmente atua no sentido de favorecer ínfima parcela da população em contrapartida ao resto da sociedade então conforme a sociedade vai se tornando cada vez mais desigual também o Estado tem de se tornar mais forte para proteger os poucos mais favorecidos (PERELMAN, 1998. p.385)

Com a crescente distribuição desigual de produto, a proteção de propriedade tornou-se ainda mais cara – o que o autor define como sendo economia da confiança. Ele, então, afirma existir um *tradeoff* entre confiança e o Estado. Assim, é possível considerar custos de transferência para ações que enfraquecem a confiança. Existem grandes perdas econômicas quando há falta de confiança, basta pensar no montante de recursos perdido para indivíduos monitorarem-se uns aos outros. O autor vai além, incluindo ainda a perda de capital humano, dissipada quando a população não crê que sequer educação ou trabalho pesado levaria a resultados favoráveis (PERELMAN, 1998, p. 386).

2.2.1 A estratégia de confiança

Nesta seção é definida a estratégia de confiança da trilogia comunicação – entendimento comum – confiança (*Communication - Common Understanding - Confidence*) e suas implicações para a política econômica.

Por estratégia de confiança, HERON e CARRÉ (2006) entendem que há um mútuo entendimento entre os agentes econômicos e o banco central. Tal entendimento, contudo, deve ser analisado em dois níveis distintos, a saber: primeiramente, um leva em conta o outro, e, em segundo lugar, a estratégia e as convenções do banco central são correspondentes aquelas de outros agentes econômicos. A cadeia simplificada da estratégia da confiança é C-C-C. A estratégia é um retorno à filosofia de KEYNES, não significando, necessariamente, keynesianismo; a política monetária é acima de tudo um problema político e não um simples respeito a uma regra econômica.

Voltando um pouco a teoria de KEYNES. A política futura da taxa de juros de longo prazo depende, de acordo com o autor, não somente da política corrente da autoridade monetária como também das expectativas do mercado. O mesmo não acontece com a taxa de juros de curto prazo, autoridade monetária a controla sem grandes esforços, pois, diz o autor, é fácil convencer a sociedade de que sua política não sofrerá grandes mudanças em um futuro muito próximo. Contudo, a taxa de juros de longo prazo, na suposição de que caia a um nível considerado baixo (baseado no passado e *em* expectativas na política monetária futura), pode mostrar-se mais resistente. De modo que se a opinião pública considerar a política monetária muito arriscada, ela estará sujeita a falhar em seu objetivo em reduzir a taxa de juros de longo prazo; mas se a mesma for considerada razoável, de acordo com os interesses da sociedade, poderá ser bem sucedida. Ou seja, o autor acredita que “qualquer taxa de juros aceita com suficiente convicção como *provavelmente* duradoura será duradoura; sujeita, naturalmente, em uma sociedade e mudança a flutuações originadas por diversos motivos em torno do nível normal esperado” (KEYNES, 1988, p. 142).

Portanto, em KEYNES, temos que as convenções são as responsáveis pelas organizações de expectativas de curto prazo, pela justificativa dos juros de curto prazo. Ou seja, o autor, em sua obra, afirma ser possível explicar os juros de curto prazo, mas não explica como, por quais mecanismos. KEYNES faz uma afirmação, mas é insuficiente em sua explicação. Convenções são frágeis, elas passam pelas expectativas dos agentes econômicos. Deste modo, uma crítica a KEYNES está no fato dele não especificar um modo como o banco central poderia criar um sistema de convenções entre os agentes, de forma a lançar um canal de comunicação entre ambos.

A prestação de contas de um banco central, especialmente se for independente, é a pedra fundamental da estratégia da confiança. Uma vez que numa economia monetária de produção não existe um único ou predeterminado equilíbrio e como há uma grande incerteza, a política monetária necessariamente terá de produzir efeitos através das expectativas. A boa coordenação entre os bancos centrais e os agentes econômicos é essencial neste caso, o que implica em um alto nível de comunicação e uma consensual definição de objetivos de política monetária aceita por todos (HERON e CARRÉ 2006, p. 59).

De acordo com HERON e CARRÉ (2006, p. 65), a trilogia da estratégia da confiança organiza-se em torno de questões como incerteza, expectativas e democracia. Elas resultariam em um paradigma da confiança, baseado no novo keynesianismo onde o modelo "real" não existe; isso acarreta mudanças na natureza do meio onde o banco central opera. Neste meio, a coordenação é natural, as autoridades monetárias devem regular a economia e exercer influência sobre as suas expectativas. Não há, contudo, uma ação certa, a ação correta é aberta a discussão e por isso se fala em abertura. A política monetária se transforma em um processo deliberativo ou um processo interativo de aprendizado.

O ponto de vista de HERON e CARRÉ (2006) é o de que está havendo uma transição de uma política monetária de credibilidade para uma de confiança. Uma política baseada na confiança aparentemente se mostra mais eficaz do que uma voltada a credibilidade. Mas os bancos centrais, em especial

o BACEN parecem ainda voltados a uma política de construção de credibilidade.

3. ESTRUTURAS DE COMUNICAÇÃO DOS BANCOS CENTRAIS

Neste capítulo, dividido em quatro seções, serão discutidas as estruturas de comunicação adotadas por órgãos responsáveis pelas taxas de juros, além de serem responsáveis também pela comunicação, vinculados a três bancos centrais de destaque no mundo, o Copom, FOMC e o MPC. A partir da identificação de cada uma delas, será realizada ao final uma comparação entre as três estruturas, de forma a apontar qual a estratégia por elas adotada, quer seja uma estratégia de comunicação de credibilidade (R-C-C) ou confiança (C-C-C). Desta forma será possível identificar, ainda que com poucos exemplos, qual a preferência dos bancos centrais em relação a formas de comunicação.

3.1 O Copom

Nesta seção, haverá uma breve descrição sobre o Comitê de Política Monetária (Copom) e seu funcionamento em geral e, feito isso, a estrutura de comunicação por ele adotada será identificada.

O Copom foi instituído em junho de 1996 com o objetivo de estabelecer as diretrizes da política monetária e de definir a taxa de juros, visando assim proporcionar maior transparência ao processo decisório, Seu regulamento sofreu uma série de alterações no que se refere ao seu objetivo, à periodicidade das reuniões, à composição, e às atribuições e competências de seus integrantes. Essas alterações objetivavam não apenas aperfeiçoar o processo decisório no âmbito do Comitê, como também refletiu as mudanças

de regime monetário. Em 1999, adota o sistema de metas para a inflação como diretriz de política monetária, e no caso das metas não serem atingidas, cabe ao presidente do Banco Central divulgar, em Carta Aberta ao Ministro da Fazenda, o motivo do descumprimento, assim como tomar providências para o retorno da taxa de inflação aos limites propostos

O objetivo formal do Copom de "implementar a política monetária, definir a meta da Taxa Selic e seu eventual viés, e analisar o 'Relatório de Inflação" é sempre acompanhado do desejo do mesmo de proporcionar transparência e comunicação para o público em geral. Por esse motivo, o Copom se reúne mensalmente desde 2000, embora o número de reuniões ordinárias tenha sido reduzido para oito ao ano desde 2006. O resultado destas reuniões é traduzido em atas, disponibilizadas para a população. As atas, atualmente, possuem os seguintes itens: Evolução recente da economia, Avaliação prospectiva das tendências da inflação, Implementação da política monetária, Sumários dos dados avaliados pelo Copom (contendo os itens: Inflação, Atividade econômica, Expectativas e sondagens, Mercado de trabalho, Crédito e inadimplência, Ambiente externo, Comércio exterior e reservas internacionais, Mercado monetário e operações de mercado aberto).

Os diretores de Política Monetária e de Política Econômica, em suas reuniões, após analisar projeções para a inflação, apresentam alternativas para a taxa de juros de curto prazo e fazem recomendações para a política monetária. Logo depois é a vez dos demais membros do Copom fazerem suas observações e apresentarem alternativas. Por fim, segue-se uma votação do que foi proposto. A decisão final, ou seja, a meta para a Taxa Selic e o viés, caso haja, é prontamente divulgada à imprensa. Estes dados são encontrados no subitem das atas chamado "Implementação da Política Monetária".

Da ata da 22ª Reunião até a 64ª Reunião, o formato das atas era mais simples e permanecia basicamente o mesmo, contendo os itens: Demanda e oferta agregadas, Ambiente externo, Preços, Avaliação prospectiva das tendências da inflação e Diretrizes de política monetária. Acompanhados, eventualmente, de alguma nota explicativa. A partir da 65ª Reunião até 87ª Reunião, as atas chegaram mesmo a incluir um glossário de siglas utilizadas em suas notas.

Na 138ª Reunião, em outubro de 2008, a taxa Selic estava em 13,75% a.a, sem viés. Ela foi mantida na 139ª Reunião, em dezembro do mesmo ano, e caiu para 12,75% a.a em janeiro de 2009, reduzindo para 11,25% na 141ª Reunião em março, 10,25% em abril, 9,25% em junho e 8,75% em julho. É possível notar que a necessidade de alteração da política da taxa de juros acaba imprimindo mais importância entre o canal de comunicação aberto entre o Copom e a sociedade. Isto é destacado no cuidado com o qual as atas comunicam os motivos da alteração da taxa, e mesmo no caso da manutenção da taxa Selic, embora neste último caso as atas dediquem menos tempo à explicação dos seus motivos do que no caso de uma alteração.

Tome-se, como exemplo de manutenção da taxa, o caso da ata da 139ª Reunião, ocorrida em 9 e 10 de dezembro de 2008, parágrafo vinte e oito:

Nesse contexto, tendo a maioria dos membros do Comitê discutido a possibilidade de reduzir a taxa básica de juros já nesta reunião, em ambiente macroeconômico que continua cercado por grande incerteza, o Copom decidiu por unanimidade, ainda manter a taxa Selic em 13,75% a. a., sem viés, neste momento. O Comitê irá monitorar atentamente a evolução do cenário prospectivo para a inflação com vistas a definir tempestivamente os próximos passos de sua estratégia de política monetária. (Fonte: Banco Central do Brasil)

Neste tipo de ata, na seção de implementação de política monetária, o Copom destaca a influência da incerteza do cenário externo na projeção da inflação brasileira futura e sobre as perspectivas da evolução econômica, enfatizando que seu principal desafio seria evitar a deterioração da dinâmica inflacionária e reafirma seu compromisso com a trajetória de metas, pois “mesmo considerando que, no momento, a manutenção da taxa básica de juros é a decisão mais adequada, o Comitê reitera que está pronto para adotar uma postura diferente, por meio do ajuste dos instrumentos de política monetária, caso venha a se consolidar um cenário de divergência entre a inflação projetada e a trajetória das metas” (Fonte: Banco Central do Brasil).

Em atas onde o objetivo é manter a taxa, se comparada a atas onde há alteração da taxa Selic, o Copom é menos dedicado no sentido de comunicar motivos do caminhar da política monetária. Outro exemplo é a ata da 132ª

Reunião, onde ele, embora ao longo da ata explique os motivos da manutenção da taxa, é ainda mais sucinto:

Assim sendo, avaliando a conjuntura econômica e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 11,25% ao ano, sem viés. O Comitê irá acompanhar a evolução do cenário macroeconômico até sua próxima reunião, para então definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária.
(Fonte: Banco Central do Brasil)

Contudo, no caso de atas onde há alteração da taxa Selic, o Copom, em geral, parece demonstrar uma preocupação maior com a explicação de suas motivações do que quando somente mantém a taxa.

Outro ponto interessante das atas é o fato de haver a preocupação de mostrar que as decisões são tomadas pela maioria dos membros, assim, há descrição do número de votos por decisão (como no exemplo acima, a taxa foi mantida por unanimidade). Além disso, mesmo quando os demais membros não ganharam a decisão, suas opiniões são por vezes expostas e explicadas nas atas, ou seja, existe um tom de preocupação com o motivo pelo qual uma determinada decisão foi tomada em detrimento de outra. Segue-se outro exemplo, da ata da 127ª Reunião, em junho de 2007: "Diante disso, avaliando o cenário macroeconômico e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, neste momento, reduzir a taxa Selic para 12,00% a.a., sem viés, por cinco votos a favor e dois votos pela redução da taxa Selic em 25 p.b." (Fonte: Banco Central do Brasil).

Ou seja, toda vez que o Copom é obrigado a mudar a Selic, ou mesmo quando ele simplesmente a mantém no mesmo patamar de antes, ele adota uma postura de convencimento de mercado via uma estrutura de comunicação e entendimento, pois existe, por parte dele, todo um cuidado para manter aberto canal de conversa entre ele e a os agentes econômicos. Os canais de comunicação se tornam ainda mais importantes quando o banco central tem que alterar a política convencionada (ou não é capaz de atingir a meta de inflação esperada), pois neste caso, quando precisa atingir a plena confiança dos agentes, ele precisa também recorrer aos canais de comunicação de mudança de política.

Portanto, existe entre o banco central e os agentes um entendimento mútuo, baseado na comunicação via atas liberadas pelo Copom. Esta estruturação de política construiu, ao longo dos anos, uma relação de confiança entre principal e agente, baseada na estratégia de HERON e CARRÉ (2006), C-C-C, mais voltado para abertura.

3. 2 O FOMC

Nesta seção, haverá uma breve descrição sobre o Federal Open Market Committee (FOMC) e seu funcionamento em geral e, feito isso, a estrutura de comunicação por ele adotada será identificada

Responsável pela política monetária dos Estados Unidos desde 1913, o Federal Reserve (Fed) controla três ferramentas distintas: operações de mercado aberto, taxa de desconto e reservas obrigatórias. A diretoria do Federal Reserve é responsável pela taxa de desconto e reservas mínimas, ao passo que o próprio FOMC é responsável pelas operações de mercado aberto. Utilizando tais ferramentas, o Fed consegue afetar oferta e demanda dos saldos de instituições que depositem em bancos federais, alterando assim a Federal Funds Rate, taxa de juros sobre a qual instituições fazem empréstimos ou tomam emprestados recursos no mercado interbancário. Mudanças na Federal Funds Rate afetam desde taxas de juros de curto e longo prazo, como taxas de câmbio, montantes de dinheiro e crédito e outras variáveis como emprego e preços de bens e serviços.

Por lei, a diretoria precisa manter um relatório das ações tomadas pelo FOMC no que diz respeito à política, e incluir em seu relatório anual ao Congresso os votos e motivos para cada ação. Para tanto, atas regulares das reuniões são expostas ao público três semanas após a data da reunião do FOMC.

Antes de cada encontro do FOMC, seus membros preparam relatórios econômicos a serem enviados aos integrantes do Comitê e a outros presidentes do Reserve Bank, bem como são distribuídos relatórios elaborados pelo diretor do System Open Market Account (SOMA), sobre operações domésticas de open market e moedas estrangeiras. O Comitê leva em consideração fatores como a tendência de preços e salários, do emprego e da produção, rendimento e gastos do consumidor, construção residencial e comercial, o investimento empresarial e estoques, os mercados cambiais, taxas de juro, agregados monetários e de crédito e política fiscal.

São tópicos dos Minutes, basicamente: Authorization for foreign currency operations, Foreign currency directive, Procedural instructions with respect to foreign currency operations e Authorization for domestic open market operations (com os itens: Market Developments and Open Market Operations, System Liquidity Programs and Balance Sheet, Staff Review of the Economic and Financial Situation, Staff Economic Outlook, Meeting Participants' Views and Committee Policy Action). A subdivisão em itens só foi acontecer em 2009.

Para chegar a um consenso sobre a taxa de juros, afirma-se um compromisso com o crescimento econômico sustentável e com a estabilidade de preços, com o funcionamento dos mercados financeiros e com o estímulo da economia via operações de mercado. Desta forma, o FOMC define sua taxa:

"The Federal Open Market Committee decided today to keep its target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent. The Committee continues to anticipate that economic conditions are likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate for some time" (Fonte: Federal Reserve, 27 e 28 de Janeiro de 2009 Minute).

Não só isso, o FOMC ainda aponta os nomes dos votantes para tais decisões, a favor e contra. E, para os votantes contra a decisão, há ainda uma extensão do documento com a justificativa do motivo da posição contrária, como no exemplo do Minute de abril de 2008:

"The Federal Open Market Committee decided today to lower its target for the federal funds rate 25 basis points to 2 percent (...) Votes against this action: Messrs. Fisher and Plosser. Messrs. Fisher and Plosser dissented because they preferred no change in the target federal funds rate at this meeting. Although the economy had been weak, it had evolved roughly as expected since the previous meeting. Stresses in financial markets also had continued, but the Federal Reserve's liquidity facilities were helpful in that regard and the more worrisome development in their view was the outlook for inflation. Rising prices for food, energy, and other commodities; signs of higher inflation expectations; and a negative real federal funds rate raised substantial concerns about the prospects for inflation. Mr. Plosser cited the recent rapid growth of monetary aggregates as additional evidence that the economy had ample liquidity after the aggressive easing of policy to date. Mr. Fisher was concerned that an adverse feedback loop was developing by which lowering the funds rate had been pushing down the exchange value of the dollar, contributing to higher commodity and import prices, cutting real spending by businesses and households, and therefore ultimately impairing economic activity. To help prevent inflation expectations from becoming unhinged, both Messrs. Fisher and Plosser felt the Committee should put additional emphasis on its price stability goal at this point, and they believed that another reduction in the funds rate at this meeting could prove costly over the longer run"

Com taxas de juro de curto prazo próximo do zero no limite inferior em muitas economias avançadas para a maior parte de 2009, a comunicação do banco central tem indiscutivelmente se transformado em um instrumento ainda mais importante. O FOMC anunciou a intenção de manter "baixos níveis de taxa dos fundos federais durante algum tempo" em 18 de dezembro de 2008, em declaração política.

O FOMC mantém um canal de comunicação aberto com os agentes econômicos. Ele anuncia ao mercado sua taxa de juros, propõe uma meta e no caso de não atingi-la se justifica, criando assim laços de confiança. Considerando que o FOMC é a autoridade monetária responsável pela regulação da economia dos Estados Unidos, ele tem influência sobre as expectativas dos agentes. E, dado ainda um cenário de incerteza onde estão incluídos, é possível considerar que também o banco central deste país segue uma estratégia C-C-C de confiança.

3.3 O MPC

As taxas de juros são estabelecidas pelo Monetary Policy Committee (MPC), do banco da Inglaterra, instituído em maio de 1997. Ele adquiriu independência operacional do governo para fixar as taxas de juros de forma a seguir com metas de inflação.

O Comitê é composto por nove membros, o Governador, os dois Vice-Governadores, o economista – chefe do Banco, o Diretor Executivo de Mercados e quatro membros externos nomeados diretamente pelo Chanceler. Os membros seguem cargos pré – determinados dos quais podem ser substituídos ou re-nomeados.

O MPC se reúne todos os meses para definir a taxa de juro; durante todo o período, o órgão recebe informações extensas acerca da economia do Banco da Inglaterra. Isto inclui uma reunião de meio dia de duração - conhecida como pré-MPC – transcorrida normalmente na sexta-feira antes da reunião do MPC sobre a fixação da taxa de juros. Os nove membros do Comitê são então informados sobre todos os dados mais recentes da economia e ouvem explicações sobre as tendências e análise de questões relevantes. O Comitê é igualmente informado sobre as condições das empresas ao redor do Reino Unido, dados informados pelos agentes dos Bancos, cujo papel é o de falar diretamente para as empresas para obter informações a respeito da evolução econômica atual e perspectivas futuras. Os dados são informados em documentos chamado de “Minutes”. Neles, existem os seguintes itens: Financial markets, The international economy, Money, credit, demand and output, Supply, costs and prices, The November GDP growth and inflation projections e The immediate policy decision.

De acordo com o MPC, seu objetivo de política monetária é:

“The Bank’s monetary policy objective is to deliver price stability – low inflation – and, subject to that, to support the Government’s economic objectives including those for growth and employment. Price stability is defined by the Government’s inflation target of 2%. The remit recognises the role of price stability in achieving economic stability more

generally, and in providing the right conditions for sustainable growth in output and employment. The Government's inflation target is announced each year by the Chancellor of the Exchequer in the annual Budget statement" (Fonte: Bank of England)

Se a meta não for alcançada (dada que ela é simétrica), ou seja, se a taxa anual de inflação medida pelo IPC é mais do que 3% ou menos de 1% - o Governador do Banco deve escrever uma carta aberta ao Chefe de Governo explicando as razões para o fato de a inflação ter aumentado ou diminuído, de tal forma e que o Banco garanta que a inflação volta à meta. Cabe ressaltar também que o fato de a meta estar a 2% não significa que a inflação estará neste patamar constantemente. Isso não seria possível, nem desejável. As taxas de juros mudariam o tempo todo, e em grandes quantidades, causando incerteza e volatilidade desnecessárias na economia. Mesmo assim, não seria possível manter a inflação em 2% em cada mês. Ao invés disso, o objetivo do MPC é definir as taxas de juros para que a inflação possa ser trazida de volta à meta dentro de um período razoável de tempo sem criar instabilidade excessiva na economia.

A meta é decidida via votação dos membros do MPC, e no caso de existirem votantes contra a decisão da maioria, sua posição é justificada na ata, como é exemplificado no Minutes do MPC de novembro de 2009:

"The Governor invited the Committee to vote on the proposition that: Bank Rate should be maintained at 0.5%; The Bank of England should finance a further £25 billion of asset purchases by the creation of central bank reserves, implying a total quantity of £200 billion of such asset purchases. The Bank should seek to complete the additional purchases within the next three months. Seven members of the Committee (the Governor, Charles Bean, Paul Tucker, Kate Barker, Paul Fisher, Adam Posen and Andrew Sentance) voted in favour of the proposition. Two members of the Committee voted against the proposition. David Miles preferred to increase the size of the asset purchase programme by £40 billion to a total of £215 billion. Spencer Dale preferred to leave the size of the asset purchase programme unchanged at a total of £175 billion" (Fonte: Bank of England)

Uma vez que está responsável pelo controle das taxas de juros, o banco central está indiretamente responsável também pelas expectativas dos agentes econômicos. Sua influência sobre eles, portanto, é bastante considerável. De acordo com, BLINDER (1998), os mercados financeiros são bastante importantes como canal de transmissão de política monetária, de

modo que os bancos centrais acabam reservando uma parte considerável de sua comunicação a eles. As atas servem como meio de aumentar o grau em que os laços são aprofundados, sinalizando possíveis variações das taxas e suas implicações para a economia. Assim, mudanças ou manutenções do valor da taxa são comunicados para os agentes, de forma a estreitar o canal de comunicação e aumentar a confiança entre ambos, ou seja, neste caso também se estrutura uma estratégia de C-C-C.

3.4 COMPARATIVO ENTRE OS BANCOS CENTRAIS: CONSTRUÇÃO DE CONFIANÇA OU CREDIBILIDADE?

Neste capítulo será realizado um comparativo entre as formas de comunicação dos três bancos centrais: Copom, FOMC e MPC. A partir desta análise uma discussão será realizada sobre as vantagens da escolha da construção de uma estratégia de confiança ao invés de credibilidade pelos bancos centrais, via delineamento dos pontos negativos da estratégia de credibilidade e dos pontos positivos da estratégia de confiança.

O Brasil, por ter sido historicamente marcado na década de 80 até meados de 90 pela alta inflação, optou pela estabilização de preços e a condução da política monetária teve por base as metas de inflação (1999 foi a implantação). Como instrumento principal de política, o Copom escolheu a taxa Selic e deve manter a mesma próxima a meta. É possível notar que o Copom possui características que o definem como seguidor da estratégia de confiança, pois há o anúncio da meta oficial para aumentar comunicação com o público sobre os planos e objetivo via atas liberadas pelo Copom. Existe, portanto, um entendimento comum entre o mercado e agentes econômicos, existe a estratégia C-C-C.

Já os EUA, com seu FOMC, também se aproximam da vertente C-C-C. Isso pode ser verificado na publicação dos minutos, demonstrando interesse

em aumentar a comunicação com a sociedade; rendimentos de longo prazo que refletem expectativas de mercado para taxas de curto prazo, aumentando a credibilidade de decisões políticas futuras; maior importância da comunicação conforme as taxas de juro de curto prazo se aproximam de zero no limite inferior. Ou seja, também o FOMC acompanha a trilogia da confiança.

Por fim, temos a Inglaterra, com o MPC. Mais uma vez, a aproximação com a estratégia de confiança de C-C-C é comprovada pelos seguintes pontos: metas de inflação, demonstrando preocupação com transmissão de política e estabilidade de preços; no caso de não alcançar a meta, preocupação com a explicação em carta aberta ao Chefe de Governo, demonstrando preocupação com abertura; histórico de comunicação com a sociedade sobre objetivos e planos de política monetária, resultando em aumento de confiança.

Portanto, os três bancos centrais demonstraram a tendência a seguir a estratégia de confiança. A literatura, na verdade, é mais volumosa em artigos na vertente de credibilidade, especialmente quando se fala em política monetária. Entretanto, qual seria, de fato, a estratégia mais vantajosa? Falemos primeiro dos pontos negativos da estratégia da credibilidade.

Segundo GOODHART (1991a, p. 275 *apud* HERON e CARRÉ 2006), as condições macroeconômicas que geraram um consenso em torno de monetarismo desapareceram após 1982. A demanda por dinheiro foi crescente e instável. A velocidade de dinheiro tornou-se imprevisível. A meta principal de oferta monetária não podia ser calculada. Este foi o fim do mecanismo perfeito de transmissão automática, via M3¹. Novos canais de transmissão que apareceram na literatura e fizeram a política monetária ficar mais complexa: um canal de empréstimos bancários e um canal de balanço foram propostos. Além disso, reações defasadas de 18-24 meses tornaram-se comuns na discussão de política monetária. As implicações dos atrasos, segundo teorias de banco

¹ M3 é um meio de pagamento ampliado, resultado da soma de quotas de fundos de renda fixa, mais operações registradas no Selic mais M2. M2, por sua vez, é a soma de depósitos especiais remunerados, depósitos de poupança, títulos emitidos por instituições depositárias mais M1. Que, por fim, representa o papel moeda em poder do público somado aos depósitos a vista.

centrais, são de que a política monetária tem horizonte de longo prazo e de que previsão é fundamental. Dinheiro exógeno (curva vertical) e de metas monetárias deveriam, por essa razão, ser abandonados.

De acordo com MCCALLUM (1995a, *apud* HERON e CARRÉ 2006), mesmo sem qualquer compromisso absoluto, não há razão para pensar que o banco central vai agir de forma discricionária que resulte em um viés de inflação. Em geral, ele decide não fazer isso. O autor crê que não há nenhum problema de credibilidade e não há um trade off necessário entre flexibilidade e compromisso. BLINDER (1997a, p.13 *apud* HERON e CARRÉ 2006) vai ainda mais longe ao afirmar que a inconsistência de tempo não existe. Ele mostra que o esboço de credibilidade é considerado ultrapassado quando se fala em construção da credibilidade na prática, tanto por bancos centrais como acadêmicos.

Quanto a expectativas racionais, dizem HERON e CARRÉ (2006) terem sido confrontadas com muitas teorias críticas; mesmo economistas ortodoxos concordaram com o que foi estabelecido, ou seja, as expectativas foram levando a múltiplos pontos de equilíbrio. Coordenar esta falha de coordenação requer algo mais do que tão somente forças do mercado. Políticas de estabilização são necessárias já que não há equilíbrio automático de longo prazo.

Outra questão apontada por HERON e CARRÉ (2006) afirma que instituições são estruturas sociais, o que levanta a questão da legitimidade. No entanto, os contratos de incentivo imitam muito mal o desenho institucional. Assim, a inconsistência temporal levaria a independência total. No entanto, o quadro de credibilidade não defende exatamente um mandato livre para o banco central; a independência é geralmente limitada, uma vez que o governo é o principal da delegação. Este ponto é uma das contradições da abordagem da credibilidade, pois defende a idéia de que o viés de inflação vem da vulnerabilidade política do Banco Central, apesar de não recomendar o isolamento total da pressão política e da visão fraca.

Resumindo, a literatura sobre a credibilidade parece ser uma maneira elegante de resolver o problema na teoria ortodoxa, mas não é relevante na realidade, pois na prática do dia-a-dia de banqueiros centrais, o problema de

inconsistência temporal é uma questão marginal. Cada vez mais a vertente sobre a credibilidade enfrenta críticas na literatura, e até o final da década de 1990, o compromisso, delegação, os contratos de incentivo e, provavelmente, maior parte da literatura da credibilidade já não eram mais a base de uma estratégia de política monetária. Por esse motivo, um Novo Consenso sobre a política monetária acabou surgindo na década de 1990 (HERON e CARRÉ, 2006).

Falemos agora dos pontos positivos de uma estratégia de confiança, e porque ela é preferível a uma estratégia de credibilidade.

O paradigma da confiança é fundado sobre a revolução dos novos keynesianos, onde um modelo verdadeiro não existe, o que acaba levando a uma grande mudança na natureza do meio econômico em que o banco central opera. Nessa literatura, a coordenação é natural. Espera-se das autoridades monetárias a regulação da economia, ou seja, tentar coordenar agentes e "convencer" as expectativas. Na tentativa de evitar falhas de coordenação, instituições monetárias propõem um ponto focal. O princípio focal é aquele que, seguido por todos, envolve a determinação de uma estratégia única. Mas, uma vez que não há nenhum modelo "verdadeiro", só poderia ser um processo de ancoragem de expectativas. Para ser aceito, o ponto focal tem que passar por um processo social e de legitimidade "ênfase de Schelling". Os bancos centrais e agentes interagem, formando um processo interativo de aprendizagem (HERON e CARRÉ, 2006).

Os novos keynesianos rejeitaram as expectativas racionais e desenvolveram diversas ferramentas conceituais para compreender a formação das expectativas: profecias auto-realizáveis, *bootstraps*², espírito animal, *sunspots*³ e crenças. Maiores partes destes conceitos vieram da Teoria Geral de KEYNES, mas apenas os pós-keynesianos desenvolveram os mesmos antes de um quadro macroeconômico. Por 'incerteza', entende-se uma

² Metodologia que permite realizar teste de hipóteses conjuntas para diferentes modelos de previsão, cujo objetivo é o retorno de séries empíricas de dados via rearranjo aleatório dos retornos aleatórios da série original.

³ Eventos históricos circunstanciais.

incerteza não-probabilística, ou radical, nomeadamente porque inclui as expectativas dos agentes privados, que baseiam suas decisões em convenções instáveis. Com a incerteza radical, não podemos aplicar as regras ótimas ou contratos (HERON e CARRÉ, 2006).

Dizem ainda os autores que a independência total produziu um "déficit democrático", ou seja, eliminou arranjos governamentais. Governança organiza a relação e não a separação entre os representantes eleitos e os bancos centrais; ela pode contrabalancear a independência e responsabilidade. Em uma democracia, o banco central deve ser responsável primeiro para com representantes eleitos. Difere da plena independência, que finge ser diretamente responsável ao público em geral, através da transparência. No regime de democracia, os bancos centrais não são nem pessoas eleitas nem agentes governamentais, ou seja, o público não tem poder sobre eles, pelo contrário; há uma responsabilização efetiva na governança. Em uma democracia, a legitimidade é obtida por meio da limitação de poderes. Governança atua como lembrete de que o banco central é um órgão do Congresso não de banqueiros centrais. Ele existe para servir ao público, e não a credibilidade do banco central.

Um ponto importante também é o fato dos autores diferirem abertura de transparência total. Abertura é melhor prática para bancos centrais do que transparência, eles não podem ser totalmente transparentes. Com a abertura, os bancos centrais só abrem uma janela, pois transparência total poderia ser imprudente. Além disso, com a credibilidade, a transparência passa a ser uma metáfora para a revelação da "verdade". Evitar a inconsistência temporal e construir a reputação do banco central torna necessário ser transparente. A transparência é um substituto para a prestação de contas do responsável perante o público em geral. Não há problema de coordenação entre os agentes, porque eles compartilham conhecimento comum, todos sabem qual modelo "correto" da economia. Na prática, a transparência é baseada em regras, uma regra que deriva do modelo considerado "correto" (HERON e CARRÉ, 2006).

Entretanto, a política de metas de inflação reconhece que não há um modelo "verdadeiro" da economia e que é impossível propor uma regra

baseada em política monetária, de modo que o banco central tem de explicar o que está fazendo, dada a razão de sua estrutura política e sua decisão. Transparência visa convencer o público de que a ação do banco central é a política "correta", além de passar por uma estratégia de comunicação. Não existe mais o conhecimento comum, mas sim uma aprendizagem adaptativa (HERON e CARRÉ, 2006).

Para finalizar, mais uma demonstração de como a estratégia da confiança foi escolhida pelos canais de três canais de comunicação abordados neste trabalho. Para isso, um levantamento é apontado na tabela abaixo, onde dados disponibilizados pelos próprios possibilitaram o agrupamento das seguintes informações:

Tabela 1 - SÍNTESE DAS ATAS DE REUNIÕES DOS BANCOS CENTRAIS

BANCO CENTRAL	ANO	REUNIÕES	ITENS
COPOM			22*/81*: 5 ITENS
			65*/87*: GLOSSÁRIO DE SIGLAS
	1998/2009	125 ATAS	82*/2009: 10 ITENS
FOMC			2004/2005: 4/5 ITENS
	2004/2009	49 MINUTES	2006/2009: 9 ITENS
MPC			1997/2002: 6/7 ITENS
			2003/2009: 7/8 ITENS
	1997/2009	167 MINUTES	

FONTE: O autor (2009)

Nesta tabela, os anos e reuniões são o máximo de dados disponíveis até o presente trabalho, e na última coluna, "Itens" representam tópicos, ou pontos mais importantes nos quais as atas são divididas, como no caso do Copom

existe a divisão em Demanda e oferta agregadas, Ambiente externo, Preços, etc. De acordo como que foi observado, o Copom, de sua 22ª ata até a 81ª, mantinha uma média de cinco tópicos por ata, contudo, a partir de sua 82ª em diante, passou a contar com dez, esmiuçando mais o seu conteúdo; suas atas passaram a iniciar com uma análise da evolução mais recente da economia e fazer avaliações prospectivas das tendências da inflação, ou seja, a preocupação com uma maior abertura no canal de comunicação com a sociedade, ou, com outras palavras, a aquisição de um maior laço de confiança transpareceu nas atas ao longo do tempo. Tanto que durante certo período, da 65ª ata a 87ª, o Copom chegou ao ponto de incluir um glossário de siglas utilizadas em seus relatórios, hábito que não perdurou muito tempo.

O caso do Fomc não foi muito diferente. De 2004 a 2005, seus minutes variavam de quatro a cinco tópicos, mas de 2006 a 2009 passaram a nove itens, demonstrando também expressiva vontade de estreitar a conversa sociedade – banco central.

O MPC foi o órgão com mais relatórios disponibilizados – mais reuniões (oficiais e extraordinárias) realizadas, portanto – encontrado até o momento. Com cento e sessenta e sete minutes, contudo, ele foi também o que menos variou, ao longo de todo esse tempo, em quantidade de tópicos. De 1997 a 2002 houve uma variação de seis a sete itens, e de 2003 a 2009, sete a oito. Embora quantitativamente não tenha havido variação expressiva, qualitativamente não só os itens melhoraram em si; os minutes passaram a detalhar, mais explicitamente, os direcionamentos da política monetária.

4 CONCLUSÃO

O objetivo deste trabalho foi fazer a comparação da estrutura de comunicação das decisões de três bancos centrais, o Copom, FOMC e MPC, a partir da identificação da escolha dos mesmos por uma política monetária visando a construção de uma estratégia de confiança ou a estratégia de credibilidade.

Notamos que a literatura é mais vasta em relação a teorias acerca da credibilidade. Contudo, desde meados da década de 1980, a teoria da credibilidade tem perdido forças.

Embora haja discrepâncias teóricas sobre modos de se conduzir política monetária, uma coisa é certa. A forma como ocorrem os mecanismos de transmissão destas políticas é importante para reduzir a incerteza que ronda a decisão dos agentes econômicos. Como exemplo de *policymakers*, usamos os três bancos centrais acima citados e notamos a preferência dos mesmos pela construção de uma estratégia de uma política de confiança.

Com a literatura de HERON e CARRÉ (2006), notamos a fragilidade da vertente teórica da credibilidade, como a questão da limitação da independência do banco central e a questão da marginalidade do problema de inconsistência temporal.

Temos, ainda nos mesmos autores, os pontos positivos da vertente da estratégia de confiança, baseada nos novos keynesianos e caracterizada por uma coordenação mais natural pelas autoridades monetárias.

Ou seja, a estratégia de confiança é mais democrática do que a de credibilidade, pois permite a participação dos demais agentes econômicos, quando os bancos centrais abrem o canal de comunicação com a sociedade. Quando existe confiança entre ambos, limita-se a independência do banco central, e ela passa a ser substituída pela governança.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Amano, R., P. Fenton, D. Tessier, and S. van Norden. (1997). *The Credibility of Monetary Policy: A Survey of the Literature with Some Simple Applications to Canada*. In *Exchange Rates and Monetary Policy*, p. 1–64. October Ottawa: Bank of Canada.

Banco Central do Brasil. Acesso em 15 de setembro de 2009. Disponível em: <http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ03-Copom.pdf>.

Banco Central do Brasil. Acesso em 15 de setembro de 2009. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?COPOMHIST>.

Bank of England. Acesso em 21 de setembro de 2009. Disponível em: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/minutes/mpc/index.htm>.

Bank of England. Acesso em 21 de setembro de 2009. Disponível em: <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/overview.htm>.

Bernanke, S. B.; Mishkin, S. F. (1997). *Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?* *Journal of Economic Perspectives*-Volume 11, Number 2-Spring –P. 97-116.

Blinder, S. Alan (1998). *Bancos Centrais: Teoria e Prática*. São Paulo: Ed. 34.

Blinder, S. Alan. (1999). *Central Bank Credibility: Why do we care? How do we build it?*. National Bureau of Economic Research, Working Paper 7161.

Comitê de Política Monetária. *Ata da 141ª Reunião*. Acesso em 15 de setembro de 2009. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?COPOM141>.

Federal Reserve. Acesso em 21 de setembro de 2009. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/pubs/frseries/frseri2.htm>.

Federal Reserve. Acesso em 21 de setembro de 2009. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/>.

Keynes, J. M (1988). **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Nova Cultural.

Le Heron, E., Carré, E., (2006). **Credibility Versus Confidence in Monetary Policy**. Money, Financial Instability and Stabilization Policy. Edited by L. Randall Wray and Mathew Forstater, Edward Elgar.

Monetary Policy Committee. **Minutes of the Monetary Policy Committee Meeting (4 and 5 march 2009)**. Disponível em: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/minutes/mpc/pdf/2009/mpc0903.pdf>

Montes, G. C (2008). **Reputation, credibility and monetary policy effectiveness**. In: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 1, UNICAMP-Campinas, Abr.

Nooteboom, B. (2003). **Learning to trust**. Symposium: La structure cognitive de la confiance, Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales, Paris, 25-27 September.

Nooteboom, B. (2002). **Trust: Forms, foundations, functions, failures and figures**. Cheltenham (UK): Edward Elgar.

Shapiro, P. S. (1987). **The Social Control of Impersonal Trust.** *The American Journal of Sociology* 93 (3): 623-658.

Strong, N. & Waterson, M. (1987). **Principais, agents and information.** In Clarke, R. & McGuinness, T. (1987). *The economics of the firm.* Oxford: Basil Blackwell, pp. 18-41.

Valetim, I. & Krueger, A. (2007). **A importância da confiança interpessoal para a consolidação do Programa de Saúde da Família.** *Ciência & Saúde Coletiva* 12 (3): 777-788.

Simon, H. (1980). **A racionalidade do processo decisório em empresas.** *Edições Multiplic* 1(1). Tradução de SIMON, H. (1979). "Rational decision making in business organizations." *American Economic Review* 69(4):493- 513.

Perelman, M. (1998). **The Neglected Economics of Trust: The Bentham Paradox and Its Implications.** *American Journal of Economics & Sociology* 57 (4): 381-390.

94th ANNUAL REPORT. **Minutes of Federal Open Market Committee Meetings.** Pg. 183-270. Acesso em 21 de setembro de 2009. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/annual07/default.htm>.