

COMUNICAÇÃO EM POLÍTICA MONETÁRIA

Robson Rodrigues Pereira
Instituto de Pesquisas Econômicas da USP

Resumo: A interação entre bancos centrais e setor privado ocorre através da comunicação entre as duas partes. Prestação de contas e exercício do poder de influência sobre as expectativas constituem as duas razões pelas quais os BCs se comunicam com os mercados. Na realidade, nem sempre os resultados obtidos com a comunicação de objetivos, metas e percepções são os desejados ex ante pelos banqueiros centrais. Nesse contexto, há indícios de que ruídos podem ocorrer na comunicação entre gestores de política e agentes de mercado. Ao *policymaker* cabe avaliar se tais ruídos realmente são causados por problemas que podem ser solucionados pela comunicação ou não, de modo que possa tomar as decisões adequadas. A incorporação de alguns elementos da Teoria Comunicacional pode ser útil para essa avaliação, o que é feito neste artigo como contribuição para a literatura de política monetária.

Palavras-chave: Bancos centrais, comunicação em política monetária, expectativas de mercados.

Abstract: Interaction between central banks and private sector occurs through communication between both parts. Accountability and influence on expectations are the two reasons because central banks communicate with markets. In fact, sometimes communicating objectives, targets and perceptions results in ex ante undesired effects. There is reason to suppose that such failure in the communication between policymakers and markets agents can occur. Policymakers must assess if this failures are generated by problems that can be resolved by communication itself, and if so, to adopt the correct decision. Thus, to incorporate some elements of the Communication Theory can be helpful for this evaluation, what is done in this article as a contribution to monetary policy literature.

Keywords: Central Banks, Communication in monetary policy, market expectations.

Classificação JEL: E43, E52, E58.

1. Introdução

A interação entre as pessoas – e, portanto, entre as instituições – ocorre pelo ato da comunicação, termo cujo significado léxico refere-se ao “processo de emissão, transmissão e recepção de mensagens por meio de métodos e/ou sistemas convencionados”. De acordo com uma outra definição, é o “fenômeno pelo qual um emissor influencia ou esclarece um receptor e vice-versa”. Já dizia o comunicador Abelardo Barbosa, o Chacrinha, que “quem não se comunica, se trumbica”, sugerindo que o ato comunicacional é uma necessidade humana. É por possuir essa característica que a comunicação é, nas palavras de Littlejohn (1982), um “processo ubíquo e complexo”.

Se a comunicação é um processo que está em toda a parte, também o está na interação entre banco central (BC) e setor privado. Na literatura acadêmica são encontradas duas razões para justificar o processo comunicacional entre essas duas partes. A primeira é que as sociedades democráticas requerem, cada vez mais, a *accountability* por parte das instituições que lidam com assuntos de interesse público, incluindo os BCs. Essa prestação de contas se dá pelo estabelecimento de um canal no qual os gestores de política explicam suas decisões ao público em geral e aos legisladores. A segunda razão é explicada pelo fato de que a política monetária também se faz pelas expectativas dos mercados financeiros. Para coordenar e gerenciar tais expectativas – e, com isso, influenciar os preços dos ativos financeiros e as decisões de demanda agregada que dependem de tais preços –, os *policymakers* precisam comunicar-se constantemente com os mercados.¹

A questão-chave no que tange à comunicação com os mercados é como o gestor de política conseguirá influenciar as expectativas de agentes que negociam títulos públicos e privados, taxas de juros de diferentes maturidades, câmbio e derivativos, para que formem seus preços na direção desejada pelas autoridades e em magnitude suficiente para que determinados resultados sejam alcançados. Como primeiro passo para tal tarefa, o gestor deve compreender como as expectativas operam nos preços desses ativos e como suas ações e intenções sinalizadas influenciam tais expectativas. A partir de então há todo um trabalho de persuasão de investidores, gestores de fundos, operadores de mesa e *traders*, entre outros, através da exposição, por parte das autoridades, de objetivos, instrumentos de ação e percepções acerca da estrutura e funcionamento da economia. Espera-se, com isso, que os mercados realizem suas transações de maneira considerada conveniente para os propósitos de política monetária.

Nessa interação, contudo, há exemplos de episódios que sugerem a ocorrência de falhas ou ruídos nesse processo comunicacional. É possível, por exemplo, que os gestores de política sejam mal interpretados em relação ao que desejavam ex ante, ou ainda que os mercados reajam de forma exagerada ou tímida frente aos objetivos de política monetária. Outra possibilidade de falha ocorre quando uma informação proveniente do BC passa por agentes intermediários – por exemplo, a mídia de notícias e, em especial, as agências de informação em tempo real – e chega ao destinatário final com distorções. Desvios dessas naturezas têm relevância para os resultados obtidos em política monetária, sendo objeto de preocupação daqueles que a vivenciam no seu aspecto prático.

O objetivo deste artigo é o de mapear os principais aspectos envolvidos na comunicação dos bancos centrais com os mercados financeiros, destacando-se a complexidade envolvida nessa relação e a possibilidade de ocorrência de problemas de natureza comunicacional. A inovação do trabalho encontra-se na incorporação de alguns elementos da Teoria da Comunicação para explicar essa interação entre as duas partes. Compreender um fenômeno humano como a comunicação não é tarefa elementar para economistas, mas constitui a possibilidade de ampliar o leque de entendimento acerca da interação entre gestores e agentes de mercado e, portanto, dos problemas nela gerados, o que é fundamental para a análise da política monetária. A abordagem adotada neste trabalho considera a autoridade monetária como fonte nata de emissão no processo comunicacional com o setor privado. Entretanto, deve-se

¹ O Banco Central constitui uma das *autoridades monetárias* existentes. Entretanto, neste trabalho, os dois termos serão utilizados de forma indistinta. O mesmo vale para os termos *gestores de política monetária* e *policymakers*.

ressaltar que esse processo é uma “via de duas mãos”, uma vez que o setor privado também tem informações e percepções relevantes para os BCs.

Na seção 2 do artigo serão analisadas com mais detalhes a duas razões, já antecipadas nesta seção introdutória, que justificam a comunicação entre BCs e mercados; o depoimento de acadêmicos que vivenciaram a política monetária no seu aspecto prático aponta principalmente para a necessidade de influenciar as expectativas dos mercados. Também será apresentada uma discussão em torno das condições nas quais a comunicação será mais ou menos complexa, a depender do regime de política adotado. O *inflation targeting* apresenta-se como um regime com elevado grau de complexidade comunicacional, o que é reconhecido pelas próprias autoridades.

A seção 3 tem o intuito de apresentar os vínculos envolvidos na seqüência ações/intenções de política monetária—formação de expectativas—impacto nas variáveis financeiras. Entender essa seqüência é relevante para que se dimensione o papel das percepções em política monetária e, portanto o papel da persuasão dos mercados pelos BCs. Os três segmentos de mercado analisados são os de dívida, de câmbio e acionário. Na seção subsequente são apresentadas duas visões acerca de transparência de bancos centrais, conceito que é visto com bons olhos por acadêmicos e pela sociedade como um todo. De acordo com uma dessas visões, não é possível que um BC seja completamente transparente, por razões associadas às dificuldades intrínsecas à política monetária e à natureza humana.

Na seção 5 apresentam-se alguns exemplos que ilustram o poder da comunicação, tanto para o bem quanto para o mal, na interação entre gestores de política e agentes de mercado. Problemas que surjam nessa interação podem ter natureza comunicacional, o que exigiria, por parte das autoridades, ações em determinada direção. Já se os problemas não forem dessa natureza, deve-se agir em outra direção para encontrar a solução. Na seção 6 são apresentadas as considerações finais do trabalho, não como verdades inequívocas, mas sim como um roteiro para análises posteriores mais aprofundadas sobre a questão aqui levantada.

2. Comunicação em política monetária: racionalidade, relevância e regimes de política

2.1. Racionalidade e relevância do tema

A literatura cita duas razões para justificar a comunicação entre bancos centrais e mercados financeiros. A primeira tem como base a exigência, cada vez maior – principalmente em sociedades democráticas –, de que as autoridades monetárias devem responder e prestar contas por seus atos, uma vez que lidam com assunto de interesse público. Além disso, como enfatizam Blinder *et al* (2001), é somente por força da responsabilização política e da prestação de contas – designadas pelo termo *accountability* – que gestores de política obterão o apoio necessário e, portanto, maiores chances de sucesso, para implementar suas decisões, muitas das quais impõem ônus para amplos segmentos da população.²

A segunda das razões para estabelecimento de um processo comunicacional entre BC e mercado é que este último constitui canal de transmissão de política monetária. Vários autores apontam a relevância dos preços dos ativos financeiros como fator de tomada de decisão do setor privado e, em última instância, como um dos fatores que explicam variações na demanda agregada. Os bancos centrais, contudo, detêm controle direto somente sobre a meta da taxa básica de juro (normalmente uma taxa *overnight*). O vínculo entre os juros sob controle de *policymakers* e outras variáveis financeiras envolve as expectativas de investidores, analistas de mercado, gestores de fundos e operadores de mesa, entre

²Na visão dos cientistas políticos Lourdes Sola, Eduardo Kugelmas e Laurence Whitehead, *accountability* é um termo de difícil tradução para a língua portuguesa, pois “sintetiza dois significados que, em português, são distintos. Assim, na vida econômica e política, bem como do ponto de vista processual, pode ser traduzido como “prestação de contas” e também como “responsabilização”. De qualquer forma, nem em nossa língua nem em nossa prática política e jurídica são termos intercambiáveis, já que pode haver um hiato enorme entre prestação de contas e responsabilização política”. Vide Sola *et al*, 2002, p. 9, nota de rodapé n. 2), para maiores detalhes.

outros. Com isso, um dos objetivos dos gestores de política é o de influenciar tais expectativas – e, portanto, os preços dos ativos financeiros.³

Para influenciar tais expectativas, gestores de política devem tentar fazer com que os mercados entendam suas ações, acreditem que sejam as mais adequadas e ajam em direção e magnitude suficientes para causar os efeitos desejados. Dessa forma, a comunicação é explicada pela necessidade de se alcançar determinados resultados estabelecidos pelo gestor de política. Nesse contexto, Blinder *et al* (2001, p. 25) afirmam que, dada a relevância dos mercados financeiros enquanto canais de transmissão de política, a maior parte da comunicação do banco central é direcionada, ainda que não somente, a eles.⁴

Os argumentos explicitados no parágrafo anterior não são defendidos exclusivamente nos meios acadêmicos. Alan Blinder e Laurence Meyer, que tiveram a oportunidade – como membros executivos do Fed – de vivenciar a política monetária no seu aspecto prático, destacam o papel da comunicação entre bancos centrais e mercados no contexto de formação de expectativas. Fatos que possam ser vistos como mensagem ou sinal da autoridade monetária acerca de sua política futura têm influência direta sobre as expectativas dos agentes. Por isso, entender como ocorre e o que influencia a comunicação entre as duas partes é fundamental para uma análise de política monetária. Com a palavra, Meyer:

Monetary policy works not only by setting the policy rate, but by conveying expectations to the markets about the future course of monetary policy. This may be done intentionally or unintentionally, but markets will make their own attempt to assess the future direction of policy and will try to glean whatever they can from policy statements, speeches of policy committee members, and so forth. To the extent that policymakers expect to ease or tighten in the future, conveying an expectation that policy rates will move in a given direction typically will immediately change long-term rates and asset prices in ways that support the objectives of that policy. That is, longer-term interest rates may move sooner than would otherwise be the case, in effect reducing the lags in the effect of monetary policy on aggregate demand. (MEYER 2001, p. 48).

A citação reproduzida acima explicita a relevância da questão comunicacional entre bancos centrais e mercados e aponta quatro aspectos – relacionados entre si – que devem ser considerados no estudo da política monetária. O primeiro refere-se ao papel dos juros de longo prazo como canais de transmissão da política monetária para a demanda agregada, conforme mencionado anteriormente.⁵ Juros de maiores maturidades, como será visto adiante, são formados em parte pelas expectativas dos mercados em relação às intenções futuras dos gestores. Por isso, o segundo aspecto contido na citação reflete a busca, por parte dos mercados, de insumos para tomada de decisões em “qualquer coisa” que possa ser vista como fonte de informações, tais como declarações de diretores dos bancos centrais. Em relação a esse aspecto, vale destacar que a prática de *policymaker* adquirida por Meyer foi obtida como diretor de um banco central cujo regime de política era e é discricionário. Tal fato, contudo, não reduz a relevância das idéias apontadas na citação como fatores relevantes também para outros regimes monetários, respeitadas as características intrínsecas a cada um deles.

O terceiro aspecto levantado relaciona-se ao *timing* no qual as reações às mensagens e sinais ocorrem. O termo *immediately* da citação evidencia um contexto no qual a velocidade de disseminação de informações é cada vez maior – inclusive as provenientes da autoridade monetária –, assim como a criação e utilização crescente de instrumentos financeiros que captam as expectativas dos agentes, tais como os mercados futuros. Deve-se destacar aqui que, não necessariamente, porém, os resultados serão ótimos nas decisões que os agentes tomam de forma rápida, sem tempo hábil para uma análise maior das informações disponíveis.

³Essa visão é defendida por autores como Blinder, 1999; Guthrie e Wright, 2000; Andersson *et al*, 2001; Blinder *et al*, 2001; Meyer, 2001; Walsh, 2001; Woodford, 2001; Issing, 2002; Amato *et al*, 2003 e Le Heron, 2003.

⁴Agentes envolvidos diretamente na formação de preços e salários nos mercados de bens e serviços também constituem audiência dos bancos centrais. A ênfase dada aos mercados neste trabalho não peca por captar apenas uma parte da realidade, pois, atualmente, é cada vez maior o papel de analistas e consultores dos mercados na formação de opinião dos agentes do setor produtivo.

⁵A literatura considera que, na realidade, são as taxas de juros reais que influenciam as decisões relevantes para a demanda agregada. Neste trabalho o termo juros está sendo utilizado sem a devida diferenciação entre taxa real e nominal. A análise não fica prejudicada porque os bancos centrais utilizam o juro nominal para influenciar o real.

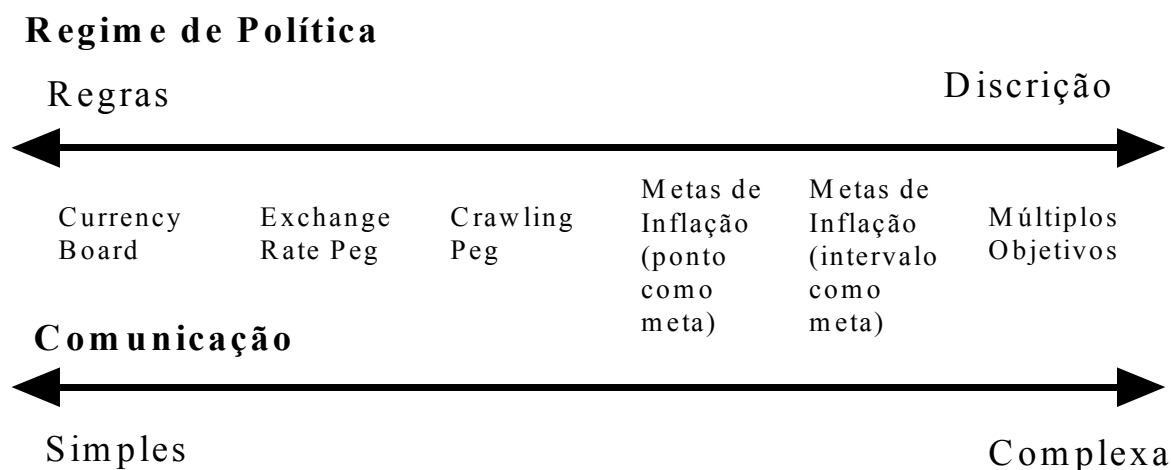
A partir da reação rápida dos preços que são formados nos mercados, a própria defasagem de política pode sofrer antecipação, conforme sugerido como quarto aspecto apontado por Meyer. Se, por um lado, tal aspecto deixa implicitamente colocado que mudanças nos juros longos devem ocorrer na direção desejada pelas autoridades, por outro, faz o leitor questionar-se sobre qual deva ser a relação entre quantidade ou velocidade de transmissão de informações – inclusive as provenientes do BC – e grau de incerteza em relação àquelas mesmas informações. Autores como Heiner (1983), Brashers (2001) e Kahneman (PASSOS, 2003) advogam que uma maior quantidade de informações disponibilizadas aos agentes econômicos pode ter efeitos adversos ao que se espera e não necessariamente reduz o grau de incertezas existentes.

2.2. Comunicação e regimes de política monetária: o caso do inflation targeting

De acordo com a caracterização estabelecida por Littlejohn (1982), comunicação também é um processo complexo. Cabe analisar, as condições nas quais a comunicação entre bancos centrais e mercados pode ser mais ou menos complexa. Blinder *et al* (2001) associam o grau de complexidade comunicacional ao regime de política monetária. Os autores advogam que regimes com menor margem de manobra por parte das autoridades estão relacionados a uma comunicação mais simples; regimes mais flexíveis, pelo contrário, estão relacionados à comunicação mais complexa. Por exemplo, modelos como o *currency board* tornam o banco central refém de regras automáticas de ajustamento às variações nas reservas internacionais; um número razoavelmente reduzido de informações é requerido pelos participantes de mercado, tais como o valor da paridade, o nível de reservas e a base monetária.⁶ Regimes como o de metas inflacionárias, por sua vez, exigem a elaboração de cenários de médio e longo prazo; modelos e expectativas do mercado são utilizados para elaborar tais cenários, ao mesmo tempo em que essas mesmas expectativas são formadas de acordo com as ações de política. Regimes discricionários são caracterizados por elevado grau de flexibilidade de ação por parte do *policymaker*. Quando há mais de um objetivo de política, a comunicação nesses regimes pode ser mais problemática, tornando quaisquer tipos de declarações, ações e documentos da autoridade monetária, fontes de sinais a serem interpretados pelos agentes privados, como ilustram os exemplos apresentados neste artigo para os EUA.⁷

A *Figura 1* relaciona regimes de política à complexidade da comunicação entre banco central e mercado.

Figura 1 – Regime de Política Monetária e Complexidade Comunicacional



Fonte: Blinder *et al* (2001)

⁶Vale destacar que o automatismo nesse regime pode não ser tão grande em economias de porte maior. Por exemplo, a Lei de Conversibilidade adotada em 1991 na Argentina possuía uma “cláusula de escape”, na qual parte dos dólares que deveriam dar respaldo às obrigações do Banco Central poderia ser na forma de obrigações (denominadas em dólares) do governo argentino.

⁷Não necessariamente a ausência de metas que ancorem as expectativas dos agentes nesses regimes resultará em uma comunicação ininteligível durante o tempo todo. O Federal Reserve, por exemplo, a despeito de utilizar um regime discricionário com mandato duplo, é considerado um banco muito previsível. Vide Ross (2002) para uma discussão mais detalhada.

A análise da *Figura 1* permite o estabelecimento de duas observações. A primeira, explicitamente colocada por Blinder *et al*, é que, assim como a flexibilidade dos regimes monetários, o grau de complexidade comunicacional em política monetária não é uma medida binária; apresenta diversos graus, sujeitos a mudanças ao longo do tempo em um mesmo país. Pode-se citar um exemplo doméstico: o Banco Central do Brasil (BCB) de hoje encontra desafios de comunicação maiores do que aqueles encontrados quando o Brasil adotou um regime de bandas cambiais (*crawling peg*), entre 1995 e 1999. A segunda observação está implicitamente colocada pelos autores: o papel do banco central enquanto gerenciador de expectativas é crescente com o aumento de flexibilidade do regime monetário. Quanto mais flexibilidade houver, mais importante será o papel de gerenciamento das expectativas nos resultados de política monetária.

Uma vez que a realidade brasileira é pautada pelo regime de metas de inflação, alguns comentários adicionais acerca desse regime devem ser feitos com o intuito de mapear a relevância da comunicação nele envolvida. Segundo Amato *et al* (2003), a adoção desse tipo de regime colocou uma “ênfase sem precedentes na prática comunicacional dos bancos centrais”.

A partir de sua implementação na Nova Zelândia, em 1990, o *inflation targeting* passou a representar uma tendência adota em vários países. A característica básica desse regime é o anúncio, em larga escala e com antecedência, de metas numéricas estabelecidas para determinado indicador de inflação. Essa é, portanto, a informação básica a ser divulgada ao setor privado como um todo. Mas não é apenas isso. Mishkin (2004) caracteriza o regime como uma estrutura que compreende os seguintes cinco elementos: (i) o anúncio público de metas numéricas de inflação para o médio prazo; (ii) o comprometimento institucional com estabilidade de preços como meta principal de política monetária, com subordinação de outras metas de política; (iii) estrutura de informação por parte do banco central, inclusive em relação à estratégia de política, na qual muitas variáveis são utilizadas para a tomada de decisões; (iv) aumento da transparência da estratégia de política monetária através da comunicação de planos, objetivos e decisões ao público e aos mercados e (v) aumento da *accountability* exigida para que o banco central atinja seus objetivos no que se refere à inflação.

Os elementos destacados acima não permitem que o regime de metas de inflação seja visto como uma regra mecânica ou automática de ajustamento; deve sim ser analisado como uma estrutura na qual a autoridade monetária dispõe de algum grau de discricão e flexibilidade na tomada de decisões, o que o caracteriza como um regime de “discricão restrita”.⁸ No regime de metas de inflação, essa flexibilidade existe porque o banco central pode lidar com determinado desvio das projeções de inflação (em relação à meta) de infinitas maneiras, uma vez que tal desvio pode ser eliminado mais ou menos rapidamente, com implicações para as variáveis reais, como o produto (FRACASSO *et al*, 2003, p. 1).⁹

Essa gama de possibilidades de ação impõe algumas conseqüências para o anúncio da estratégia de política do banco central. Uma estratégia precisa de política monetária deveria especificar como as ações da autoridade monetária são adaptadas às circunstâncias. Entretanto, há um número ilimitado de circunstâncias potenciais e, por isso, a apresentação da estratégia de política ao público será inevitavelmente imprecisa, não podendo ser descrita com simplicidade. Fracasso *et al* (2003, p. 4) defendem que essa característica aumenta a necessidade de comunicação e explicações ao setor privado. A mesma opinião é defendida pelos *policymakers* brasileiros, segundo os quais:

⁸Segundo a denominação utilizada em Bernanke e Mishkin, 1997; Bernanke *et al*, 1999 e Mishkin, 2004.

⁹Ciente das dificuldades intrínsecas ao processo de elaboração de projeções, Svensson (1997) considera que a projeção corrente de inflação futura é uma meta intermediária ideal, uma vez que, por definição, é a variável corrente mais correlacionada com a meta final, além de poder ser controlada e observada melhor do que esta última. Ao caracterizar o *inflation targeting* como um regime no qual o banco central deve agir de acordo com possíveis divergências das projeções futuras de inflação em relação à meta, o autor o define como um *inflation forecast targeting*.

É importante ressaltar que os resultados obtidos pelos modelos são combinados com o julgamento dos membros do Copom. Essa avaliação qualitativa possibilita a ampliação do universo de análise, permitindo incorporar elementos do cenário econômico que não são abrangidos diretamente pelos modelos. Entre esses elementos, incluem-se julgamentos subjetivos a respeito do impacto do mercado internacional e da liquidez da economia sobre a inflação. Esse processo é complementado pela comunicação organizada e criteriosa das decisões e suas justificativas por meio das atas das reuniões. (...) A eficácia da comunicação é essencial para que a sociedade conheça o funcionamento da política monetária e entenda as decisões do Copom. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2002, p. 117).

A comunicação no regime de metas de inflação assume um papel ainda mais relevante em economias emergentes. Além do baixo grau de credibilidade dos bancos centrais locais, a condução da política monetária nesses países encontra, como desafio, a ocorrência de dominâncias dos tipos fiscal, financeira e externa (*sudden stops*) (FRAGA *et al*, 2003; MISHKIN, 2004). Tais desafios impõem a suspeita constante, por parte do setor privado, de descumprimento da meta estabelecida ou percepção de que o banco central não respondeu adequadamente aos choques ocorridos – o que pode minar o próprio *inflation targeting*. Nesse contexto, transparência e comunicação com o público surgem como elementos cruciais para construção de credibilidade e redução dos custos (em termos de queda do produto) associados a respostas, por parte do banco central, a choques inflacionários, uma vez que o setor privado pode não entender corretamente tais respostas ou acreditar que não eram as mais adequadas.¹⁰

3. Expectativas e mercados financeiros

De modo a coordenar e gerenciar as expectativas dos mercados em relação às ações futuras de política, os BCs devem, antes de tudo, compreender como tais expectativas operam na formação de preços de ativos financeiros. Nesta seção, tal relação é analisada sob a ótica do funcionamento de três grandes segmentos do mercado financeiro: (i) mercado de renda fixa; (ii) mercado de câmbio; e (iii) mercado acionário. Todos os três segmentos se relacionam entre si e sofrem influência de ações presentes e futuras (intenções percebidas) dos gestores de política.

3.1. O mercado de renda fixa

O mercado de renda fixa, também conhecido como mercado de dívida (debt market) ou mercado de títulos (bond market), caracteriza-se pela negociação de instrumentos financeiros de curto, médio e longo prazo (maturidade). A relação entre taxas de juros (a remuneração desses títulos) de maturidades diferenciadas é dada pela *estrutura a termo da taxa de juros* (ETTJ), também conhecida entre os participantes do mercado como curva de juros. A ETTJ mostra como essas taxas variam com o alongamento do prazo das aplicações. A teoria padrão por trás dessa relação é denominada *teoria das expectativas da estrutura a termo*, ou somente teoria das expectativas.¹¹ Nessa teoria, taxas longas são formadas como uma média da taxa corrente de curto prazo e de taxas curtas esperadas para o futuro, o que pode ser representado a partir da seguinte especificação:

$$i_{t,n} = \frac{i_{t,1} + E_t i_{t+1,1} + \dots + E_t i_{t+n-1,1}}{n} + \theta \quad (1)$$

Onde $i_{t,n}$ é taxa de juros, por período, paga pela opção de se investir R\$1,00, em t , em um *zero-coupon bond* com vencimento em n períodos.¹² O segundo termo expressa o retorno médio esperado

¹⁰De acordo com o modelo de Fraga *et al* (2003), sob credibilidade imperfeita e ocorrência de choques a taxa de inflação convergirá mais lentamente em direção à meta e o hiato de produto será reduzido. Se houvesse plena confiança nas autoridades monetárias por parte do setor privado, a inflação convergiria rapidamente e nenhuma redução de produto seria necessária.

¹¹Para uma análise mais complexa da ETTJ e da teoria das expectativas, veja Shiller (1990).

¹²O *zero-coupon bond* designa títulos que não proporcionam pagamento de juros (cupons) intermediários entre a data de sua aquisição e a data de vencimento, quando então o título é resgatado pelo seu valor de face.

referente à opção alternativa de se investir, por n períodos, em um título com vencimento a cada período. O equilíbrio para que não haja arbitragem requer a igualdade entre os dois lados. O operador $E_t(\cdot)$ denota as expectativas condicionais às informações disponíveis no período t , quando a decisão de investimento será tomada. O termo θ representa o “prêmio pelo prazo” (*term premium*) exigido para o carregamento de um título de longo prazo.¹³

A equação (1) indica que mudanças em taxas de qualquer maturidade ($n \geq 1$) serão determinadas por mudanças nas taxas de curto prazo ($i_{t,1}$) ou nas expectativas das taxas futuras de curto prazo. A política monetária tem a capacidade de afetar tanto as taxas curtas quanto as expectativas, através de mensagens e sinais acerca de suas intenções futuras. No primeiro caso, alterações na meta dos juros básicos (*target*) afetam diretamente as taxas curtas de mercado, através de mudanças nas reservas bancárias (ROLEY e SELLON, 1995, p. 74). No segundo caso, a autoridade monetária exerce seu papel de gerenciadora e coordenadora de expectativas, como foi destacado anteriormente. Roley e Sellon (1995), contudo, alertam que a relação entre ações de política e taxas longas pode ser bastante variável, pois dependem do quão persistentes são percebidas as ações do banco central.

A ETTJ normal, quando representada graficamente, produz uma curva com inclinação positiva, indicando que, quanto maior a maturidade, maior será o retorno requerido pelo investidor, como um prêmio pela iliquidez que incorre nas aplicações mais longas (GARCIA, 1997). Não necessariamente, porém, aumentos (reduções) nas taxas curtas resultarão em elevações (quedas) das taxas longas de todas as maturidades. A depender da forma como os participantes de mercado interpretam mudanças de política monetária, é possível que existam situações nas quais a curva de juros não apresenta o formato considerado normal. Por exemplo, em um cenário no qual os juros do BC são elevados, mas os agentes acreditam que a contração monetária será temporária e bem-sucedida (abrindo espaço para um relaxamento monetário posterior), a ETTJ apresentará um formato invertido ao que seria o normal – será negativamente inclinada. Neste exemplo, mesmo com uma elevação dos juros básicos, os juros longos podem cair, a depender das percepções dos agentes.¹⁴ Se determinadas ações são percebidas como permanentes ou como possíveis de serem repetidas no futuro, a mudança nas taxas de longo prazo refletirá toda a mudança corrente na taxa básica do banco central. Se, ao contrário, a ação for percebida como temporária, a resposta das taxas longas será pequena ou inexistente. Com essa interpretação, uma outra leitura possível para a ETTJ é de que esta é um indicador de expectativas inflacionárias, uma vez que boa parte das decisões dos BCs é pautada pelos indicadores, geralmente antecedentes, dos níveis de preços (WALSH, 2001, p. 456).

A partir dessa característica contida nos juros futuros (antecipação do estado futuro da economia e de ações de política), são dois os fatores que explicam a resposta das taxas longas a alterações nos juros básicos: (i) a eficácia com a qual os agentes tinham antecipado a ação de política, e (ii) as revisões de suas expectativas em relação a ações futuras. Se as ações de política tiverem sido totalmente antecipadas (esperadas) pelo mercado e nenhuma revisão for feita nas expectativas de ações futuras, então a resposta dos juros longos será pequena. Por outro lado, se os agentes são surpreendidos com ações do banco central, no *timing* em que ocorrem ou em sua magnitude, a resposta das taxas longas será grande. A forma padrão para mensurar a surpresa dos mercados em relação a mudanças na meta dos juros básicos é feita a partir da regressão representada pela equação (2), cuja especificação foi originalmente utilizada por Cook e Hahn (1989):

$$\Delta i_{t,n} = \alpha + \beta_n \Delta Target_t + \varepsilon_{t,n} \quad (2)$$

Onde $i_{t,n}$ tem o mesmo significado que tem na equação (1); $\beta_{t,n}$ expressa o coeficiente de resposta de mudanças nos juros de maturidades maiores quando a meta da taxa básica ($Target_t$) é alterada no instante t ; $\varepsilon_{t,n}$ é o termo de erro associado a cada maturidade.

¹³Aqui o *term premium* é assumido constante, por simplificação.

¹⁴Várias outras situações e formatos da ETTJ podem ocorrer; Shiller (1990, p. 645), por exemplo, alerta que a ETTJ pode ter um formato côncavo, indicando que termos (prazos) intermediários estão associados a taxas mais elevadas.

Roley e Sellon (1995) encontram um resultado para a economia norte-americana que indica que a resposta das taxas futuras de juros é pequena em relação a mudanças nos *fed funds target*, no próprio dia ou no dia imediatamente posterior ao que tais mudanças ocorrem. A maior parte da resposta dos juros longos ocorre antes (entre o dia seguinte ao da última mudança e o dia anterior ao da mudança corrente), sugerindo que os mercados antecipam a política monetária. Além disso, os mercados vêem as ações do Fed como bastante persistentes, tornando-as mais efetivas na influência que exercem sobre todo o horizonte temporal de juros do mercado.

Propósito similar ao de Roley e Sellon pode ser encontrado no trabalho de Tabak (2003), aplicado para o caso brasileiro. O autor estima as respostas das taxas de juros de mercado a mudanças determinadas pelo Copom na meta da taxa Selic, para o período entre junho de 1996 e fevereiro de 2001. Nesse trabalho consideram-se maturidades de 1 mês, 2, 3, 6 e 12 meses, assim como a mudança do regime cambial e adoção de metas inflacionárias em 1999. Os coeficientes de resposta dos juros em relação a alterações na meta da Selic são positivos e estatisticamente diferentes de zero para todas as prazos. Os coeficientes das *dummies* (de mudança de regime, a partir de janeiro de 1999) adicionadas à especificação apresentada em (2), por sua vez, também são significativos para todos as maturidades. Contudo, tais coeficientes apresentam sinais negativos, indicando um amortecimento (*dampening effect*) das mudanças nas taxas básicas sobre as taxas de prazos superiores.

Tabak associa esse “efeito amortecimento” a dois fatores. O primeiro é que, com a adoção do regime de metas de inflação no Brasil, o BCB tornou-se mais transparente, reduzindo o impacto de surpresas em suas decisões. O segundo fator é que, com o regime cambial prevalecente antes de janeiro de 1999, o impacto das decisões do Banco Central era refletido somente nos juros do mercado. Com câmbio flutuante, parte desse impacto se reflete na taxa de câmbio, reduzindo a volatilidade sobre os juros. O autor conclui que existe algum grau de antecipação, pelos mercados brasileiros, às ações de política monetária local.¹⁵

3.2. Os mercados cambial e acionário

No que concerne ao mercado cambial, Woodford (2001) destaca – a partir das relações estabelecidas pela Paridade da Taxa de Juros – a conexão entre expectativas em relação à taxa de juros e a taxa de câmbio corrente. O autor encontra um resultado no qual mudanças em ***t nas expectativas da taxa de juros de curto prazo*** para qualquer período à frente, alterarão a taxa de câmbio corrente tanto quanto mudanças da mesma magnitude na ***taxa de juros corrente de curto prazo***. Assim, conclui que a forma mais efetiva de influenciar a taxa de câmbio sem movimentos bruscos nos juros correntes de curto prazo será influenciando as expectativas dos juros futuros. Quanto mais elevadas foram tais expectativas, mais apreciada será a taxa de câmbio hoje, e o inverso também será válido.

Issing (2002) menciona a relação entre preços de ações e gastos de consumo dos agentes, relação essa que ocorre via efeito-riqueza. Tainer (1993), por sua vez, menciona que no longo prazo os preços das ações são influenciados pelos ganhos corporativos. De um modo geral, uma economia em expansão resulta em alta dos papéis das empresas, uma vez que seus ganhos crescem com a expansão do nível de atividade. O contrário ocorre quando as condições da demanda agregada não são favoráveis às vendas das firmas. A autora lembra, contudo, que expansões e contrações econômicas são acompanhadas, respectivamente, por pressões e arrefecimento da inflação, cujos efeitos também influenciam receitas e lucros das empresas, em termos reais. Aumentos na produtividade constituem outro fator de influência de longo prazo dos ganhos das empresas e, portanto, dos preços das ações.¹⁶

¹⁵Se o grau de antecipação fosse total, o coeficiente β de (2) seria estatisticamente igual a zero, ou seja, os mercados não reagiriam a mudanças na meta da taxa oficial, pois tais mudanças já teriam sido totalmente antecipadas (previstas) e incorporadas nas expectativas.

¹⁶Vale destacar que a economia norte-americana cresceu por quase uma década nos anos 1990 sem que pressões inflacionárias ameaçassem seriamente a expansão. Uma explicação para tal fenômeno é que os ganhos de produtividade foram grandes no período, o que contribuiu para manter estabilidade dos preços. Esses ganhos tiveram forte impacto no crescimento do mercado acionário, além das ondas otimistas relacionadas às tecnologias da chamada “nova economia”.

No que tange à racionalidade do vínculo entre juros e preços de ações, os preços dos papéis de empresas são afetados por dois canais: a) os juros são negativamente correlacionados com o valor presente descontado dos rendimentos futuros dos acionistas: juros menores (maiores) resultam em maior (menor) valor presente desses rendimentos, gerando maior (menor) procura por ações e pressionando seu preço para cima (baixo); e b) taxas de juros de curto prazo constituem o custo de oportunidade do mercado acionário: dividendos pagos pelas empresas são comparados com rendimentos pagos por papéis indexados a juros; quanto maiores (menores) forem as taxas destes últimos, *vis-à-vis* os retornos advindos da posse de ações, maiores (menores) serão os custos de oportunidade, induzindo à pressão baixista (altista) nas bolsas (CARNES e SLIFER, 1991, p. 199).¹⁷

A partir desse mecanismo, pode-se extrair que a percepção de lucros (prejuízos) futuros constitui uma profecia auto-realizável. Expectativas em t , de queda (elevação) nos juros do período $t+m$ ($m \geq 1$), sinalizarão um aumento (redução) nos preços das ações em $t+m$. Com esse cenário, especuladores comprarão (venderão) ações em t , com o objetivo de vendê-las (comprá-las) em $t+m$. Com um movimento generalizado nessa mesma direção, as bolsas sofrerão, em t , pressões altistas (baixistas). Com isso, estabelece-se que sinais de que a autoridade monetária reduzirá (elevará) os juros no futuro próximo podem gerar intensos movimentos de compra (venda) de ações, elevando (derrubando) seus preços.

Poderia-se argumentar que, para atingir efeitos rápidos e abrangentes sobre todos os espectros da ETTJ e também sobre outros ativos financeiros, os bancos centrais deveriam mover as taxas de juros sob sua competência em grandes magnitudes. Blinder *et al* (2001, p. 18) rejeitam essa atitude, defendendo uma estratégia de movimento em pequenos passos (*interest rate smoothing*). Um dos motivos para isso relaciona-se às incertezas intrínsecas aos efeitos de política monetária. Outro argumento dado pelos autores refere-se à manutenção da estabilidade financeira; passos curtos são recomendáveis de modo a evitar reações fortes nos preços dos ativos financeiros, desestabilizando os mercados. Preocupações com a estabilidade do sistema financeiro também fazem parte da pauta de trabalho dos BCs. Podem-se citar, como exemplos dessas preocupações, a atuação do Fed em 1998, quando reduziu os juros durante a crise do Long Term Capital Management (LTCM), e os programas de socorro bancário promovidos pelo BCB na segunda metade da década dos anos 1990.

Deve-se esclarecer que, apesar do foco que aqui se desenvolve voltar-se para a política monetária, não se pretende, neste trabalho, argumentar somente em favor das ações dos bancos centrais como fator de explicação dos resultados obtidos nos mercados. Por exemplo, o arcabouço político-institucional é relevante para explicar tais resultados, como bem o demonstra o caso brasileiro no período da sucessão presidencial em 2002 – quando as incertezas políticas foram apontadas como principais causas da disparada no valor da taxa de câmbio. Da mesma forma não se pretende, com os modelos vistos nesta seção, estabelecer relações inequívocas entre as taxas de juros e os preços dos ativos financeiros. Carnes e Slifer (1991), por exemplo, alertam que os mecanismos – apresentados acima – que relacionam taxas de juros a taxa de câmbio ou a preços de ações, não são válidos sob toda e qualquer circunstância, pois os mercados são complexos e as relações entre as variáveis dependem de vários fatores.

Vale destacar também que as expectativas em relação a eventos futuros não dependem somente do melhor prognóstico possível que os agentes possam efetuar. Keynes ([1936] 1985, p. 110) advoga que a confiança deles em relação ao seu próprio prognóstico também é relevante, o que sugere a influência de elementos de natureza, por exemplo, psicológica, na formação de expectativas. Esse é um elemento que deve ser considerado na comunicação dos bancos centrais, principalmente porque sua audiência está sujeita a formas de pânico, como reações exageradas (*overreact*) e comportamentos de manada (SHILLER, 2000; BIKHCHANDANI e SHARMA, 2001; BLINDER *et al*, 2001).

¹⁷Deve-se ressaltar, ainda, que reduções nos juros podem favorecer alguns setores corporativos e não outros. O mesmo vale para elevações nas taxas.

4. Duas visões acerca de transparência de Bancos Centrais

É bastante razoável aceitar que a autoridade monetária saiba mais acerca de suas intenções, percepções, instrumentos e estrutura de tomada de decisões do que o público como um todo. Na literatura econômica tal fenômeno é conhecido como *assimetria informacional*, neste caso, entre banco central e setor privado. Mas a ocorrência desse fenômeno impõe alguns custos à sociedade como um todo. Orphanides e Williams (2002), por exemplo, propõem um modelo segundo o qual os agentes não conhecem as preferências e valores dos parâmetros do modelo dos *policymakers*, o que obriga os agentes privados a fazer inferências a partir de observações realizadas. Com isso, as expectativas são contaminadas por erros aleatórios, o que aumenta o desvio entre as projeções e os valores desejados pela autoridade monetária. Como resultado, a economia fica sujeita à persistência inflacionária. Essa imperfeição informacional amplifica e prolonga a resposta da inflação e do produto a choques não antecipados.¹⁸

Nas últimas décadas – em especial a partir do trabalho em que Goodfriend (1986) refuta vários dos argumentos apresentados pelo Federal Reserve em favor da não-abertura de suas informações ao público – a literatura vem apresentando argumentos no sentido de diminuição ou eliminação de informação assimétrica em política monetária. O “corretivo” normalmente apontado para resolver o problema da assimetria vem sob forma de maior transparência de bancos centrais, conceito comumente relacionado à maior divulgação de informações por parte dos gestores de política.

Um argumento pró-transparência é o de efetividade da política monetária. Ao receber conteúdo informacional acerca dos objetivos, métodos, modelos e processo decisório do BC, os mercados conseguem compreender melhor e apoiar as decisões tomadas pelos gestores de política, assim como antecipar suas ações futuras. Com isso, tem-se a redução da possibilidade de interpretações errôneas e, portanto, de movimentos de mercado que sejam indesejados pelos *policymakers* (BLINDER *et al*, 2001; ROSS, 2002). Outro benefício emerge a partir da tendência recente de concessão de independência aos bancos centrais. Sob esse contexto, a contrapartida comumente utilizada para garantir a legitimidade democrática dessa independência tem sido a exigência do aumento do grau de transparência das ações da autoridade monetária (BLINDER, 1999; WINKLER, 2000; e GERAATS, 2002). Em outras palavras, transparência permite uma maior prestação de contas e responsabilização por parte de instituições como o banco central.¹⁹

Mas, a despeito do entusiasmo pró-abertura dos bancos centrais – em grande medida refletido na mídia –, não existe “almoço grátis” em matéria de transparência da política monetária, uma vez que, à abertura também se associam custos. Blinder *et al* (2001), por exemplo, advogam que o argumento tradicionalmente utilizado para justificar transparência, qual seja, a assimetria informacional, é uma questão paradoxal, dada a natureza dos mercados (caracterizados por reações exageradas, comportamentos de manada e pânico). Utilizando argumentos de Cukierman (2001), os autores afirmam que quanto mais transparente for o BC, ou seja, quanto maior for o volume de informações e sinais que serão emitidos, a volatilidade dos preços dos ativos financeiros pode ser elevada.

Walsh (2001) expressa seu julgamento segundo o qual movimentos na direção de maior transparência são positivos, mas deixa claro que tal julgamento não é corroborado por estimativas quantitativas de seus custos e benefícios, já que tais estimativas são inexistentes.²⁰ O autor advoga que uma dificuldade na avaliação dos custos e benefícios potenciais da transparência é que este é um termo utilizado de muitas maneiras diferentes. A hipótese levantada para explicar tal fenômeno é que, uma vez

¹⁸Esse processo de aprendizado no qual os agentes observam novas realizações e atualizam suas expectativas para o período seguinte é denominado *adaptive learning technology*. Sob essa hipótese, o problema de resposta ótima a desvios entre a inflação esperada e o objetivo de política torna-se muito mais difícil do que o seria caso prevalecesse a Hipótese de Expectativas Racionais. Vide Orphanides e Williams (2002) para maiores detalhes.

¹⁹Vale destacar, contudo, que vários bancos centrais vêm adotando medidas para aumentar o grau de transparência de seus processos e decisões mesmo que não sejam independentes oficialmente, como é o caso do Banco Central do Brasil. Tal fato encontra racionalidade nos argumentos que relacionam maior efetividade da política monetária à transparência.

²⁰Vários autores vêm se dedicando à análise do grau ótimo de transparência dos bancos centrais. Vide Andrade (2002) para um comentário acerca dos principais trabalhos sobre esse tema.

que tal termo está associado a problemas de incompletude ou imperfeição informacional, sua própria definição pode se dar de diversas formas, pois uma informação pode ser incompleta ou imperfeita de várias maneiras.

O conceito de transparência é freqüentemente associado ao grau de abertura dos bancos centrais. Da mesma forma, a quantidade de informações disponibilizadas ao setor privado é comumente utilizada como medida direta do grau de transparência das autoridades monetárias. Alguns autores vêm criticando essa abordagem usual e propondo uma definição mais ampla para o referido conceito. Destaca-se que essa linha de análise, bastante recente, procura incorporar elementos conceituais de outras áreas do conhecimento, o que favorece em muito a expansão dos horizontes intelectuais de economistas acadêmicos e práticos, contribuindo assim para melhorar diagnósticos e prognósticos acerca da comunicação entre as partes aqui estudadas.

Bernhard Winkler (2000), por exemplo, considera que transparência é um fenômeno social. Para o autor, tal conceito deve ser visto como uma medida de **compreensão genuína** da mensagem ou informação transmitida do banco central (*sender*) ao setor privado (*receiver*). Para que se alcancem níveis elevados nessa escala, o grau de abertura (*openness*), por si só, não é suficiente, pois a informação deve ser processada, estruturada, condensada e simplificada, de modo que se torne compreensível para a parte receptora. Por isso, o aspecto da clareza (*clarity*) na apresentação e interpretação daquela mensagem ou informação também é relevante. Mas a linguagem utilizada deve ser compartilhada entre as partes; daí a emergência do aspecto da compreensão comum (*common understanding*), que mensura o grau desse compartilhamento. O último aspecto que define transparência na visão do autor é a honestidade (*honesty*), que corresponde ao grau de verossimilhança com a qual a estrutura interna de raciocínio e análise do banco central é apresentada na comunicação externa ao setor privado.

Na visão de Winkler (2000), o tratamento de transparência no contexto do que chama de “velha literatura sobre jogos em política monetária” – derivada da tradição iniciada com Kydland e Prescott (1977) e Barro e Gordon (1983) – é insatisfatório. Se por um lado tal literatura assume que problemas de transparência podem ser facilmente solucionados, por outro a superação desses problemas não é suficiente para impedir o surgimento de resultados múltiplos, como os encontrados por Barro e Gordon (1983). Essa multiplicidade emerge, na opinião do autor, como resultado das dificuldades para impor restrições sobre as crenças dos agentes. Por isso, uma definição ampliada do conceito de transparência assume um papel relevante ao conduzir a economia para determinado equilíbrio que se deseje. Sob essa perspectiva, estratégias de política monetária são identificadas não somente como funções de reação do banco central, mas como linguagens cujos papéis são coordenar expectativas e reduzir a multiplicidade de equilíbrios possíveis.

A própria revelação da estratégia de política não é tarefa elementar – como já é destacado pelos autores que lidam com o regime de metas de inflação. Elementos individuais, tais como dados utilizados, objetivos oficiais e decisões da autoridade monetária, podem ser publicamente observáveis, sem grandes dificuldades. Entretanto, a forma pela qual o banco central mapeia informações sobre o estado e funcionamento da economia e toma suas decisões com vistas a determinados objetivos, constitui-se em matéria de extrema complexidade, o que gera dificuldades comunicacionais que, por sua vez, podem gerar fricções, ambigüidades e falta de transparência – no sentido proposto por Winkler. Assim:

[...] complete transparency about the actual policy formation process, unlike in the economist's models, will be unattainable in practice. There are natural limits to (and subjectivity in) any description of the monetary policy process. Thus the complex process of actual policy-making – in which data, models, judgement, preferences, decision procedures are mapped into policy decisions – will necessarily remain something of a “black box” or at least a “grey box”. A complete “glass box” is not feasible and thus a need for communication in monetary policy remains. (WINKLER, 2000, p. 16).

Na mesma linha de raciocínio, Green (2001) advoga que o conceito de transparência é relevante para vários outros domínios além da informação dos objetivos do banco central. Segundo o autor:

[...] if a central bank has a staff econometric model that is routinely discussed when monetary policy is set, should the model be described to the public and should its software even be disclosed in full? Whether or not such an initiative would do harm in any respect, I do not believe that it would give an accurate or helpful picture of the overall thinking of the monetary policy committee. (GREEN, 2001, p. 33).

Soma-se a ao argumento apresentado acima, a possibilidade de que o *policymaker* não consiga transmitir ao público, através de documentos ou mesmo declarações, o conhecimento tácito que adquiriu no exercício da política monetária (POLANYI, 1957).

As dificuldades comunicacionais são ainda maiores se forem consideradas características como heterogeneidade dos agentes. Dessa forma, a qualidade do conteúdo informacional dependerá das intenções e capacidades – de codificação – do emissor da mensagem, assim como das necessidades informacionais e capacidades – de decodificação e interpretação – de cada receptor (WINKLER, 2000, p. 19).²¹ O balanço entre benefícios e custos associados à busca, processamento e interpretação de informações e o horizonte de tempo considerado, impõem necessidades e, portanto, níveis ótimos de clareza, que diferem de agente para agente. Tal fato exige que cuidados especiais por parte do banco central sejam tomados, pois mecanismos que transmitam informações por canais privados e mensagens diferenciadas de acordo com o público-alvo podem gerar assimetrias e dificuldades extras de interpretação.

Também de acordo com Winkler, se a autoridade monetária optar por uma comunicação externa acessível, ou seja, pela clareza comunicacional, estará abrindo mão de uma maior eficiência informacional interna, um outro papel da estratégia de política monetária. Essa eficiência é alcançada a partir do processamento e avaliação da informação disponível acerca do estado e funcionamento da economia; seu custo é o maior nível de complexidade nas análises – já que cada nova situação exige uma avaliação própria. Conseqüentemente, tal custo é traduzido em maior dificuldade de transmitir ao setor privado – de maneira didática e clara – os principais pontos do processo decisório.

Em outras palavras, há um *trade-off* imposto ao banco central, no qual se a opção for eficiência econômica e honestidade, perde-se algum grau de clareza na transmissão de mensagens ao setor privado. Se a opção, ao contrário, for clareza e eficiência, graus de honestidade são perdidos, já que a eficiência informacional está associada à complexidade. Se a escolha for honestidade e clareza, perde-se em eficiência informacional, já que as decisões tomadas serão mais simplórias, o que reduz a flexibilidade de ação da autoridade monetária diante de situações específicas que exijam decisões mais elaboradas e, portanto, são mais difíceis de serem explicadas ao público.²²

No que tange ao conhecimento comum – um dos aspectos que definem transparência como um conceito mais amplo, inserido em um contexto comunicacional – um dos argumentos utilizados para a utilização de uma linguagem compreensível e comum entre as partes envolvidas é a natureza dos mercados financeiros. Ao avaliar o impacto de uma política do banco central sobre preços dos ativos, os participantes do mercado têm, não somente que resolver um problema de extração de sinal no que se refere às intenções da autoridade monetária, mas também fazer inferências acerca da interpretação realizada pelos outros participantes em relação a esse mesmo problema. Tal característica pode gerar multiplicidade de equilíbrios devido à formação de cascatas informacionais e comportamentos de manada (WINKLER, 2000, p. 25).

Essa visão alternativa acerca de transparência de bancos centrais implica observar a interação entre gestores de política e agentes de mercado com outros olhos, uma vez que, se não é possível obter uma completa transparência, no sentido proposto por Winkler, então a comunicação entre as partes está sujeita a ruídos ou falhas, o que gera conseqüências para os resultados da política monetária.

²¹A diferenciação de necessidades e capacidades intrínsecas entre os agentes dos mercados explica essa heterogeneidade. No que tange à primeira dessas diferenciações, a justificativa encontra-se na segmentação dos mercados. Assim, *traders* que lidam com títulos de renda fixa têm horizontes de tempo diferentes dos operadores de câmbio, por exemplo. Vide Winkler (2000, p. 22) para uma discussão mais detalhada.

²²Note-se que o *trade-off* sugerido por Winkler é fonte de recordação de outro *trade-off* famoso da literatura macroeconômica, qual seja, o que é estipulado pela "trindade impossível". De acordo com esta, não é possível que um país tenha, ao mesmo tempo, as três seguintes características: livre movimentação de capital, taxa fixa de câmbio e autonomia da política monetária. São possíveis apenas combinações de duas quaisquer dessas características.

5. Problemas comunicacionais em política monetária?

Na condição de um fenômeno complexo, a comunicação pode funcionar tanto para o “bem” quanto para o “mal”, com a qualidade do que é do bem e do mal, definida ex post, de acordo com os resultados obtidos com o processo comunicacional.

Um exemplo de uma comunicação com êxito é dado por Guthrie e Wright (2000). Ao analisar o papel da comunicação na política monetária da Nova Zelândia, os autores encontraram evidências econométricas que sugerem que declarações feitas pelo presidente do Reserve Bank of New Zealand (RBNZ), não esperadas pelo público e apresentado sinais de contração monetária futura, causaram respostas das taxas de juros de todas as maturidades e na taxa de câmbio. Os juros foram elevados e a moeda local apreciada, sem que, concomitantemente, operações no mercado aberto tivessem ocorrido. Tais declarações continham sinais de que os juros prevalentes no mercado não eram compatíveis com os desejados pelo RBNZ para manter a inflação dentro da meta estabelecida pelo *inflation targeting* local. Dada a credibilidade do BC neozelandês, as referidas declarações foram interpretadas como um sinal crível de que, caso os mercados não ajustassem os preços dos ativos financeiros relevantes, poderiam sofrer intervenções da autoridade monetária no mercado aberto. Em virtude de evidências como essa, as declarações e anúncios dos *policymakers* são chamados por muitos autores de *open mouth operations*, termo que faz contraposição às *open-market operations*.²³

Mas também existem episódios nos quais a comunicação dos BCs gerou resultados negativos nos mercados. O mais famoso desses episódios é aquele no qual Alan Greenspan pronunciou o termo “exuberância irracional”, durante um pronunciamento feito em dezembro de 1996. A reação dos mercados àquele pronunciamento foi bastante negativa, com os agentes de mercado interpretando-o como o aviso oficial de que o Fed efetivamente identificara uma evolução especulativa nas bolsas e que a combateria através de elevação dos juros. Um outro exemplo, bem mais recente, pode ser encontrado na reunião do Fed realizada em janeiro de 2004, quando o comitê de política monetária local decidiu pela manutenção dos juros em 1%. No comunicado emitido ao final da reunião se fez uso do que muitos chamaram de “sutileza semântica”. Os jornais captaram esse sentimento publicando que:

Em todo o mercado, a manutenção da taxa não causou surpresa. Uma sutileza semântica na linguagem do banco [o Federal Reserve], entretanto, provocou alguma ressonância. No último pronunciamento, em dezembro, o Fed afirmou que tinha a intenção de manter a taxa nesse patamar por um “período considerável”. Dessa vez, a nota do comitê diz que o Fed será “paciente” a respeito da decisão de alterar o índice. (FOLHA DE SÃO PAULO, 2004).

A interpretação acerca daquele comunicado afetou negativamente os mercados de todo o mundo, que ficaram confusos em relação ao *timing* da elevação dos *fed funds*; tal reação ocorreu porque a interpretação geral foi a de que os juros seriam elevados antes do esperado. Duas semanas após, em depoimento semestral que faz ao Congresso, Greenspan proferiu um discurso que foi considerado pelos analistas como o mais otimista desde que assumiu seu cargo, em agosto de 1987. O espírito desse discurso está expresso no trecho abaixo:

Olhando adiante, os prognósticos para a expansão sustentada da economia americana são bons (...) Aumentos na eficiência [da produção] e um nível significativo de recursos subutilizados devem servir como uma tampa para a inflação.²⁴

A interpretação dos mercados em relação àquele depoimento foi a de que uma elevação nos juros norte-americanos ainda estava longe de ocorrer, o que contribuiu para que as bolsas registrassem alta, ao contrário do que ocorreu em resposta ao comunicado mencionado acima. Em outras palavras, em um

²³Sem o efeito liquidez, já que não ocorrem operações no mercado aberto concomitantemente às declarações, a elevação dos juros geraria um excesso de moeda na economia. Tal excesso, contudo, é “almost completely accomodating” pelo RBNZ, dadas algumas características específicas da política monetária local. Para maiores detalhes, vide Guthrie e Wright (2000).

²⁴Tradução a partir do discurso original. Vide *Testimony of Chairman Alan Greenspan*, disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2004/february/testimony.htm>>.

período de apenas 15 dias a reação dos mercados em relação à comunicação do banco central norte-americano mudou completamente.²⁵ Como exercício intelectual, pode-se conjecturar que houve, no comunicado divulgado, uma infelicidade na escolha de um termo, ou ainda que era necessária apenas uma gota d'água para que tal reação fosse verificada, frente a acontecimentos que já vinham afetando os mercados. Entretanto, seja qual for a resposta, ou leque de respostas, tal episódio evidencia o poder das palavras emitidas pelos banqueiros centrais e seus documentos oficiais.

Os exemplos citados acima mostram o quão sensíveis são os resultados obtidos nos mercados à semântica utilizada pelos BCs. Outro fator que pode influenciar tais resultados é explicado a partir do fato de que, muitas vezes, o processo comunicacional se dá através de vários intermediários, por exemplo, a mídia de notícias. Esta tem um papel relevante de fiscalização e denúncia em sociedades democráticas, o que contribui para melhorar a *accountability* das instituições públicas, mas, tanto gestores de política quanto agentes de mercado devem considerar a existência de dificuldades, por parte de jornalistas, na interpretação e transmissão de informações de natureza econômica (KUCINSKI, 1996; BLINDER *et al*, 2001). Tal característica aumenta as chances de geração de distorções na comunicação emitida pelos *policymakers*.

Deve-se destacar, contudo, que nem todos os problemas podem ser explicados por ruídos na comunicação. Por exemplo, fatores como ausência de credibilidade do BC, ingerências políticas e incertezas intrínsecas ao processo decisório dos gestores de política – por exemplo, sobre magnitudes de impacto na economia e defasagens das ações –, constituem alguns fatores relevantes que merecem alguma consideração por parte de banqueiros centrais e agentes de mercado. A depender da categoria de problema encontrado, algumas linhas de ação são mais indicadas do que outras.

Windhal *et al* (1992) advogam que avaliações que consideram, equivocadamente, um problema como sendo de origem comunicacional, podem resultar em ações ineficazes na obtenção da solução exigida em cada contexto. Os autores citam alguns exemplos esclarecedores. Em um deles supõe-se que autoridades de trânsito acreditem que, ao melhorar a sinalização em determinada localidade, conseguirão reduzir o elevado número de acidentes de carro ali existentes. O problema não será solucionado se, na verdade, os acidentes estiverem sendo causados pelas más condições viárias locais. Tal realidade exigiria outro tipo de solução diferente daquele no qual as autoridades acreditam ser o melhor. Um outro exemplo refere-se à hipótese de que a situação de fazendeiros de países pobres será melhor caso tenham acesso à informação da existência de fertilizantes mais eficazes para a lavoura; tal hipótese não será verdadeira se, na realidade, o problema for ausência de crédito para compra desse insumo agrícola.

Os exemplos citados no parágrafo anterior indicam que nem todos os problemas têm origem comunicacional. Nessa linha de raciocínio, ao completar sua discussão acerca do papel da comunicação no *inflation targeting*, Mishkin advoga que mesmo uma excelente comunicação pode não ser suficiente para gerar determinados resultados desejados:

In order for inflation targeting to work to constrain discretion, it has to be supported by the public and the political process. Inflation targeting can help focus the public debate so that it supports a monetary policy focus on long-run goals such as price stability as has occurred in many inflation targeting countries. However, these benefits require even more transparency and excellent communication skills on the part of the central bank in the more politically complicated environment in emerging markets. Even excellent communication may not be enough if the political environment is incapable of supporting an independent central bank that focuses on inflation control. (MISHKIN, 2004, p. 14).

Diante do exposto, torna-se relevante identificar a natureza de um problema em política monetária. De acordo com Windhal *et al* (1992), um problema é **genuinamente** comunicacional se atender às seguintes duas características: (i) é causado por uma comunicação inadequada ou pela ausência de comunicação; e (ii) é possível de ser resolvido através da primeira das três seguintes alternativas: resolução através da comunicação; resolução através da comunicação e de outras medidas; e resolução apenas através de outras medidas. Diante do exposto torna-se relevante que o gestor de política consiga

²⁵A alteração no juro básico norte-americano ocorreu somente no final de junho de 2004, com a elevação de sua taxa para 1,25%.

identificar a natureza de um problema que esteja gerando ruídos na sua interação com os agentes de mercado, de modo a adotar as ações específicas exigidas em cada contexto. Essa identificação é necessária para que a linha de ação mais conveniente para determinado contexto seja seguida.

Outra consideração merece ser feita. É possível, com frequência, escutar alguém justificar determinado resultado não desejado dizendo que houve “problemas de comunicação”, referindo-se ao fato de que o receptor das informações transmitidas não compreendeu corretamente o conteúdo daquelas informações. De acordo com esse senso comum, a falha, se houver, ocorrerá por parte do destinatário da mensagem. Williams (1987) e Windhal *et al* (1992), entretanto, advogam que ruídos não se devem exclusivamente ao receptor no processo comunicacional.

O problema pode estar na fonte emissora, como sugere a discussão sobre transparência, de acordo com a visão de Winkler (2000). Além disso, nem todos os problemas são comunicacionais.²⁶

6. Considerações finais

Na literatura que aborda comunicação em política monetária levantam-se hipóteses que carecem de uma avaliação empírica mais aprofundada para corroborá-las. Tal tarefa poderia ser realizada, por exemplo, através de um questionário aplicado a profissionais dos mercados financeiros e gestores de política, de tal modo que as duas partes pudessem expressar suas percepções acerca da comunicação existente entre elas, o que poderia revelar a existência de problemas nessa interação e sua natureza. Outra ausência na literatura refere-se ao fato de que a questão da comunicação entre uma instituição que lida com temas de interesse público e o setor privado poderia ser analisada como fenômeno mais amplo da comunicação do governo com o público em geral. No Brasil, por exemplo, muitas vezes as vozes de descontentamento em relação à política monetária vêm de dentro do próprio poder Executivo, gerando incertezas e desconfiças em relação à isenção com a qual o BC toma suas decisões. Tal fato pode representar perda de credibilidade e maiores dificuldades de coordenação de expectativas. Desenvolvimentos que preencham essas duas lacunas na literatura não faziam parte do escopo original de análise proposto neste artigo e, por isso, não foram realizados. Entretanto, tais desenvolvimentos constituem uma linha de pesquisa a ser adotada em trabalhos futuros.

Vários trabalhos apontam para a relevância da comunicação em política monetária. Este artigo insere-se nesse grupo, mas inova ao incorporar alguns elementos de uma área do conhecimento que tem muito a contribuir à Economia: a Teoria da Comunicação. Tal incorporação já constitui, por si só, uma contribuição que se soma aos muitos trabalhos desenvolvidos com espírito multidisciplinar, reflexo de uma tendência – e uma necessidade reconhecida – existente em todas as áreas do conhecimento. Ressalte-se, contudo, que muito ainda pode ser utilizado a partir da área de Comunicação, de modo a melhorar o entendimento de autoridades e setor privado acerca da interação que mantêm entre si.

Por fim, a política monetária apresenta dificuldades intrínsecas à sua realização, tais como ausência de credibilidade das autoridades monetárias aos olhos do público e presença de incertezas por parte dos gestores de política. Problemas de comunicação inadequada surgem como fator que se soma àqueles problemas, ou ainda como elementos de sua intensificação. Por isso, saber até que ponto pode-se conseguir maior eficiência de política, através de mudanças na estratégia comunicacional – respeitados os limites existentes, por exemplo, para alcançar uma completa transparência –, constitui um desafio aos BCs e, ao mesmo tempo, um dos aspectos que caracterizam a política monetária como uma arte.

²⁶Para uma discussão mais detalhada a respeito de ruídos no processo comunicacional, vide Williams (1987) e Windhal *et al* (1992).

BIBLIOGRAFIA

- ANDERSSON, Malin; DILLÉN, Hans; SELLIN, Peter. Monetary policy signaling and movements in the Swedish term structure of interest rates. *Sveriges Riksbank Working Paper Series* 132, dec. 2001.
- ANDRADE, Eduardo de C. Bacen e BCs selecionados: uma análise comparativa do nível de transparência. *Ibmec Working Paper* v. 2, 2002.
- AMATO, Jeffrey; MORRIS, Stephen; SHIN, Hyun Song. Communication and monetary policy. *BIS Working Paper* no. 123, jan. 2003.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Inflação*, p. 116-117, mar. 2002.
- BARRO, Robert J.; GORDON, David B. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics* v. 12, p. 101-121, 1983.
- BERNANKE, Ben S.; MISHKIN, Frederic S. Inflation targeting: a new framework for monetary policy?. *Journal of Economic Perspectives* v. 11 (2), p. 97-116, 1997.
- BERNANKE, Ben S.; LAUBACH, Thomas; MISHKIN, Frederic S.; POSEN, Adam S. *Inflation targeting: lessons from the international experience*. Princeton: Princeton University Press, 1999.
- BIKHCHANDANI, Sushil; SHARMA, Sunil. Herd behavior in financial markets. *IMF Staff Papers*, v. 47 (3), 2001.
- BLINDER, Alan S. *Bancos Centrais: teoria e prática*. São Paulo: Ed. 34, 1999.
- _____; GOODHART, Charles; HILDEBRAND, Philipp; LIPTON, David; WYPLOSZ, Charles. *How do Central Banks talk?*. Geneva Report on the World Economy no. 3. Londres: Centre for Economic Policy Research, 2001.
- BRASHERS, Dale E. Communication and uncertainty management. *Journal of Communication*, v. 51 (3), p. 477-497, 2001.
- CARNES, W. Stansbury; SLIFER, Stephen. *The Atlas of economic indicators*. Nova York: HarperBusiness – HarperCollins Publishers, 1991.
- COOK, Timothy; HAHN, Thomas. The effect of changes in the federal funds rate target on market interest rates in the 1970s. *Journal of Monetary Economics* v. 24, p. 331-351, nov. 1989.
- CUKIERMAN, Alex. Accountability, credibility, transparency and stabilization policy in the Eurosystem. In C. Wyplosz (ed.) *The EMU and its impact on Europe and the developing countries*. Oxford: Oxford University Press, 2001, p. 40-75. Disponível em: <http://www.tau.ac.il/~alexucuk/recent_pub.html>. Acesso em 28 maio 2004.
- FOLHA DE SÃO PAULO. Sem surpresa, Fed deixa juro em 1%. São Paulo, 29 jan. 2004, p. B2.
- FRACASSO, Andrea; GENBERG, Hans; WYPLOSZ, Charles. *How do Central Banks write? An evaluation of inflation targeting Central Banks*. Geneva Report on the World Economy Special Report no. 2. Londres: Centre for Economic Policy Research, 2003.
- FRAGA, Armínio; GOLDFAJN, Ilan; MINELLA, André. Inflation targeting in emerging market economies. *NBER Working Paper Series* 10019, out. 2003.
- FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna J. *A monetary history of the United States, 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press, 1963.
- GARCIA, Marcio. *A estrutura a termo da taxa de juros*. 1997. Texto disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/articles.htm>>. Acesso em: 3 jan. 2004.
- GERAATS, Petra M. Central Bank transparency. *The Economic Journal* v. 112, p. 532-565, nov. 2002.
- GOODFRIEND, Marvin. Monetary mystique: secrecy and Central Banking. *Journal of Monetary Economics* v. 17, p. 63-92, 1986.
- GREEN, Edward J. Central Banking and the economics of informations. *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives* 2Q, p. 28-37, 2001.
- GUTHRIE, Graeme; WRIGHT, Julian. Open mouth operations. *Journal of Monetary Economics* v. 46, p. 489-516, 2000.
- HEINER, Ronald A. The origin of predictable behavior. *The American Economic Review* v. 73, p. 560-595, set. 1983.

- ISSING, Otmar. Monetary policy in an environment of global financial markets. 2002. *Workshop of the ECB-CFS Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe*, 29 de abril de 2002. Texto disponível em: <<http://www.ecb.int>>. Acesso em: 10 fev. 2003.
- KEYNES, John M. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. In Coleção Os Economistas. São Paulo: Nova Cultural, [1936] 1985, p. 109-119.
- KUCINSKI, Bernardo. *Jornalismo econômico*, 3. ed. São Paulo: EDUSP, 1996.
- KYDLAND, Finn E.; PRECOTT, Edward. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy* v. 85, 1977.
- LE HERON, Edwin. A new consensus on monetary policy?. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 23, n. 4 (92), 2003.
- LITTLEJOHN, Stephen W. *Fundamentos teóricos da comunicação humana*. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1982.
- MEYER, Laurence. Comparative Central Banking and the politics of monetary policy. 2001. *Federal Reserve Bank of Minneapolis*. Texto disponível em: <<http://www.minneapolisfed.org/info/policy>>. Acesso em 6 jul. 2002.
- MISHKIN, Frederic. Can inflation targeting work in emerging market countries? *Festschrift in Honor of Guillermo A. Calvo*, International Monetary Fund. Texto disponível em: <<http://www.imf.org/external/mp/res/seminars/2004/calvo/pdf/mishkin.pdf>>. Acesso em 28 abr. 2004.
- ORPHANIDES, Athanasios; WILLIAMS, John C. Imperfect knowledge, inflation expectations, and monetary policy. *Federal Reserve Board Working Papers* 2002 (27) – Finance and Economics Discussion Series, 2002.
- PASSOS, Maria H. Entrevista com Daniel Kahneman. *Revista Bovespa* v. 87, p. 4-9, 2003.
- POLANYI, Michael. *Personal knowledge – towards a post-critical philosophy*. Chicago: The University of Chicago Press, 1957.
- ROLEY, V. Vance; SELLON, Jr., Gordon H. Monetary policy actions and long-term interest rates. *Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review* v. 8 (4), p. 73-89, 1995.
- SHILLER, Robert J. The term structure of interest rates. In B. Friedman e F. Hahn (eds.), *The Handbook of Monetary Economics*, v. I, Nova York: North-Holland, 1990, p. 627-722.
- _____. (2000). *Exuberância irracional*. São Paulo: Makron Books.
- SOLA, Lourdes; KUGELMAS, Eduardo; WHITEHEAD, Laurence. Democratização, Estado e autoridade monetária num mundo globalizado – qual o lugar da política democrática? In L. Sola, E. Kugelmas e L. Whitehead (orgs.), *Banco Central, autoridade política e democratização – um equilíbrio delicado*. Rio de Janeiro: Ed. FGV, 2002, p. 7-35
- SVENSSON, Lars E. O. Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets. *European Economic Review* v. 41, p. 1111-1146, 1997.
- TABAK, Benjamim Miranda. Monetary policy surprises and the Brazilian term structure of interest rates. *Banco Central do Brasil Working Paper Series* 70, 2003.
- TAINER, Evelina M. *Using economic indicators to improve investment analysis*. New York: John Wiley & Sons, Inc, 1993, p. 1-23.
- WALSH, Carl E. Optimal contracts for central bankers. *The American Economic Review* v. 85, p. 150-167, 1995.
- _____. *Monetary theory and policy*. Cambridge: The MIT Press, 2001, p. 321-384.
- WILLIAMS, Frederick. *Technology and communication behavior*. Belmont: Wadsworth Publishing Company, 1987.
- WINDAHL, Sven; SIGNITZER, Benno H.; OLSON, Jean T. *Using communication theory: an introduction to planned communication*. Londres: SAGE, 1992.
- WINKLER, Bernhard. Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making. *European Central Bank Working Paper* 26, ago. 2000.
- WOODFORD, Michael. *Monetary policy in the information economy*. 2001. Texto disponível em: <http://www.princeton.edu/~woodford/>>. Acesso em: 9 jun.2003.