UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

**COMUNICAÇÃO EM POLÍTICA MONETÁRIA: UMA ABORDAGEM AMPLIADA
E EVIDÊNCIAS PARA O BRASIL**

Robson Rodrigues Pereira

Orientador: Prof. Dr. Gilberto Tadeu Lima

SÃO PAULO

2005

Prof. Dr. Adolpho José Melfi
Reitor da Universidade de São Paulo

Profa. Dra. Maria Tereza Leme Fleury
Diretora da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Ricardo Abramovay
Chefe do Departamento de Economia

Profa. Dra. Basília Maria Baptista Aguirre
Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Economia das Instituições e do
Desenvolvimento

ROBSON RODRIGUES PEREIRA

**COMUNICAÇÃO EM POLÍTICA MONETÁRIA: UMA ABORDAGEM
AMPLIADA E EVIDÊNCIAS PARA O BRASIL**

Dissertação apresentada ao Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Gilberto Tadeu Lima

**SÃO PAULO
2005**

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Publicações e Divulgação do SBD/FEA/USP

Pereira, Robson Rodrigues

Comunicação em política monetária: uma abordagem ampliada e evidências para o Brasil / Robson Rodrigues Pereira. -- São Paulo, 2005.

184 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2005

Bibliografia.

1. Política monetária 2. Comunicação 3. Percepção I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade II. Título.

CDD – 332.46

**Para os meus pais Raymundo
(*in memoriam*) e Ruth. Pelo
amor, dedicação, exemplos de
vida e, acima de tudo, por terem
ensinado seus filhos a acreditar
nos sonhos e a lutar por sua
realização.**

Não por uma questão de formalismo, mas sim pelo reconhecimento – justo e sincero – de que nenhum sonho se realiza sozinho, quero expressar a minha gratidão a algumas pessoas que, ao longo dos últimos três anos construíram comigo cada tijolo dessa realização. Para a minha satisfação, são muitos aqueles a quem posso agradecer neste momento, dentre eles:

- à minha família: Ruth, Graça e Lucas, pela paciência e compreensão ao longo dessa etapa da minha vida, assim como pela confiança e incentivo depositados;
- ao meu orientador, o Prof. Dr. Gilberto Tadeu Lima, o Giba, pela sua grandeza como pessoa, genialidade acadêmica e ética profissional. Ele certamente representa a pessoa mais importante para a minha formação acadêmica, além de ter sido um dos ombros amigos mais utilizados nesses últimos três anos da minha vida. No mais, sempre me incentivando a ir mais além e, o mais importante, dando-me liberdade para escolher a direção e respeitando as minhas escolhas;
- aos demais membros da minha banca de qualificação que, com competência e dedicação, contribuíram enormemente para a finalização deste trabalho, mesmo após aquela etapa: Jorge Eduardo de Castro Soromenho e Celso Luiz Martone;
- à coordenação do Programa de Pós-Graduação em Economia, representada pela Profa. Dra. Basília Maria Aguirre, e a todos os professores que contribuíram para a minha formação acadêmica e pessoal ao longo desse período;
- ao professor João Sayad, que fez valiosas sugestões para a confecção do questionário;
- aos professores de outras faculdades, de quem obtive as sugestões mínimas para avançar em uma área do conhecimento tão complexa como a Comunicação ou para melhorar as primeiras versões do questionário: Beatriz Helena Lage, Leandro Leonardo Batista e Adilson Odair Citelli, da ECA/USP; Otilia Seiffert, da PUC-SP; e Alkimar Ribeiro Moura, da FGV-SP;
- à todos os respondentes da pesquisa de campo realizada, desde o pré-teste; como prometi, não posso fornecer seus nomes, mas sou grato a todos eles, pela participação e pelas sugestões dadas;
- ao pessoal da Secretaria de Pós-Graduação da FEA/USP, pela competência, simpatia e compreensão infinitas: Valéria Lourenção, Maria Aparecida de Jesus Sales, Márcia Gomes Novo, Francisco Oliveira Costa e Luciene Libelle Soares Luiz;
- aos funcionários do Departamento de Economia da FEA/USP com quem mais tive contato ao longo dessa etapa. Para citar apenas alguns nomes, Márcia Bento, Elisabete Marques de Sena e Gabriel Dib Neto;

- aos incomparáveis amigos que encontrei no IPE/USP, vários dos quais foram companheiros de bandeirão e de finais de semana na sala de estudos. A todos sou muito grato pela amizade, pelo companheirismo e por tudo o que pude aprender, como pessoa e como acadêmico: Adriano Pitoli, Alan de Genaro Dario, Alexandre Augusto Seijas, André Luis Chagas, Antonio Tiago Loureiro, Bruno de Paula Rocha, Caio Fonseca Ferreira, Daniel Ribeiro Leichsenring, Daniel Yabe Milanez, Fabiana de Felício, Fábio Miessi Sanches, Fernanda Batolla, Fernando Honorato Barbosa, Fernando Postali, Gustavo Barros, Gustavo Gomes de Freitas, José Carlos Domingos da Silva, Luis Roberto Inui, Marcelo Torres, Matheus Magalhães, Natália Batista, Priscilla Matias Flori, Rodrigo Sekkel, Rosana Curzel, Sérgio Sakurai, Solange Kileber Barbosa, Thais Andrea Ortega, Veridiana Carvalho e Walter Lier de Vitto, entre outros tantos;
- aos novos e velhos amigos que, mesmo não pertencendo ao quadro de alunos do IPE/USP, acompanharam cada etapa da minha jornada ao longo do mestrado: Alessandra Amorim, Andréa Gonçalves, Antônio Madeira, Bruno Laranjeira, Cristina Tauaf Ribeiro, Dayane Cristina Pal, Fábio Marques, Homero Avezedo Guizzo, James Habe, João França, Katia Iadoccico, Loana Félix, Maurício Melo, Moisés de Freitas, Raquel Costa da Silva, Robério Paulino, Sandra Regina Petroncare, Telma Ito, Valdirene Mazoni e Vanessa Pichoneri, entre tantos outros;
- ao meu chefe, o economista Octávio de Barros, e a toda a brilhante equipe de profissionais com quem tenho a honra de trabalhar; todos souberam compreender, com paciência e solidariedade, os difíceis momentos finais da elaboração deste trabalho;
- à Keli de Cássia Lira que, com sua gentileza e solidariedade, foi fundamental para a elaboração dos detalhes finais deste trabalho;
- aos funcionários da xerox e da Biblioteca da FEA/USP, sempre atenciosos, competentes e dispostos a ajudar no que for preciso;
- ao pessoal do Departamento de Capitais Internacionais do FMI, representados por Mercedes Vera Martin, pela atenção gentil em relação ao fornecimento de informações à pesquisa realizada no Brasil por aquela instituição;
- à FAPESP e à FIPE, pelo suporte financeiro à minha pesquisa. De forma especial, agradeço ao assessor anônimo da FAPESP, que muito contribuiu para a melhoria deste trabalho, desde os seus estágios iniciais;
- por fim, mas sempre em primeiro lugar, agradeço a Deus, pela força e sabedoria concedidas e por ter possibilitado que eu conhecesse todas as pessoas citadas acima, além de muitas outras com quem sei que sempre poderei contar.

RESUMO

Nos últimos anos, a literatura vem destacando de forma crescente a interação entre bancos centrais (BCs) e mercados financeiros, o que é explicado principalmente pelo papel destes últimos como canal de transmissão da política monetária. Uma vez que o BC não tem controle direto sobre as variáveis financeiras que são relevantes para as decisões de consumo e de investimento do setor privado, os gestores de política têm de influenciar tais variáveis, em direção e magnitude compatíveis para que determinados objetivos sejam alcançados. Ao mesmo tempo, o BC necessita obter informações e compartilhar idéias com o setor privado. É sob esse contexto que a questão da comunicação em política monetária emerge como tema de relevância crescente. A comunicação, contudo, é um fenômeno humano e, como tal, está sujeita a limitações e à ocorrência de falhas, o que, para os propósitos da política monetária, pode gerar redução de efetividade. Esta dissertação tem como objetivo incorporar elementos da área de Comunicação, de modo que se possa avançar no entendimento dos fatores condicionantes do processo comunicacional entre BCs e mercados. Ao se avançar nessa área, os conceitos tradicionalmente utilizados para definir transparência de BCs devem ser ampliados. Um fator crucial para os resultados da comunicação é a percepção que cada parte envolvida tem em relação à outra parte e em relação à informação compartilhada. Mesmo um BC adepto das práticas comunicacionais mais modernas existentes está sujeito a resultados indesejados, caso as percepções privadas sejam distorcidas. Este estudo inova ao propor uma pesquisa de campo sob formato de questionário, cujo objetivo é captar, junto ao mercado financeiro brasileiro, sua percepção em relação à comunicação do Banco Central do Brasil (BCB). De um modo geral, não existe a percepção de que a comunicação do BCB apresenta grandes problemas. Entretanto, o questionário capta algumas informações relevantes que podem constituir sugestões de aperfeiçoamento da comunicação em política monetária no Brasil.

ABSTRACT

Lately, specialized literature has highlighted, in a growing pace, the interaction between central banks and financial markets. This is mainly explained by means of the role played by financial markets as a mean of transmission of monetary policy. Once Brazilian CB (Central Bank) hasn't got direct control over financial variables that are relevant to the decisions of consumption and investment in the private sector, policymakers have to influence such variables in terms of direction and magnitude, all compatible so that determined objectives are reached. At the same time, Brazilian CB needs to get information and share ideas with the private sector. That's under such context that the communication issue in monetary policy comes up as a growing relevant issue. Communication, however, is a human phenomenon, thus is subject to limitations and failures. To the purposes of monetary policy, such points can produce reduction of effectiveness. This dissertation aims to incorporate Communication elements, so that improvements can be obtained in terms of understanding conditional factors of the communicational process between CB's and financial markets. As going ahead, the traditional concepts used to define CB's transparency must be enhanced. A crucial factor for communication results is the perception that each involved part has about the other part and in relation to the shared information. Even when a CB uses modern communicational practices, it is subject to non-desirable results if private perceptions are biased. This study innovates by offering a field survey/research under the format of questionnaire, whose objective is raise along the Brazilian financial market its perception about Brazilian Central Bank (BCB) communication. Generically speaking, there is not the perception that BCB communication shows big problems. Anyway, the questionnaire raises some relevant info that can build up suggestions to improve communication in monetary policy in Brazil.

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS	3
LISTA DE GRÁFICOS	3
LISTA DE FIGURAS	3
INTRODUÇÃO GERAL	4
INTRODUÇÃO GERAL	4
CAPÍTULO 1 – PROBLEMAS EM POLÍTICA MONETÁRIA	9
1.1. INTRODUÇÃO	9
1.2. INCONSISTÊNCIA DINÂMICA, VIÉS INFLACIONÁRIO E CREDIBILIDADE	9
1.2.1. O problema apresentado por Kydland e Prescott (1977)	11
1.2.2. Soluções e críticas apresentadas ao problema da inconsistência dinâmica	15
1.3. CONHECIMENTO LIMITADO E INFORMAÇÃO IMPERFEITA	19
1.3.1. Conhecimento limitado e incerteza	19
1.3.2. Informação imperfeita	23
1.4. CONSIDERAÇÕES FINAIS	25
CAPÍTULO 2 – BC E MERCADOS: UMA INTERAÇÃO COMUNICACIONAL	27
2.1. INTRODUÇÃO	27
2.2. REGIMES DE POLÍTICA MONETÁRIA E COMUNICAÇÃO DOS BANCOS CENTRAIS	29
2.2.1. Complexidade comunicacional e regimes de política	29
2.2.2. O regime de metas de inflação	31
2.3. INFLUÊNCIA DA COMUNICAÇÃO NAS EXPECTATIVAS DOS MERCADOS	37
2.3.1. Expectativas acerca da política monetária futura	37
2.3.2. Mercado de renda fixa e estrutura a termo da taxa de juros	41
2.3.3. Mercados acionário e cambial	47
2.4. TRANSPARÊNCIA E EFETIVIDADE EM POLÍTICA MONETÁRIA	50
2.4.1. Transparência de bancos centrais	50
2.4.2. Efetividade da política monetária: um argumento pró-transparência	53
2.5. Considerações Finais	59
CAPÍTULO 3 – DA TEORIA PARA A PRÁTICA DA COMUNICAÇÃO DOS BCs	60
3.1. INTRODUÇÃO	60
3.2. A POLÍTICA COMUNICACIONAL DOS BCs	61
3.2.1. Quatro BCs selecionados	62
3.2.1.1. Federal Reserve System	62
3.2.1.2. Banco Central Europeu	64
3.2.1.3. Banco da Inglaterra	66
3.2.1.4. Reserve Bank of New Zealand	68
3.2.2. O BCB	70
3.3. PROBLEMAS DE COMUNICAÇÃO?	75
3.3.1. Evidências internacionais	76
3.3.2. Evidências domésticas	80
3.4. CONSIDERAÇÕES FINAIS	83

CAPÍTULO 4 – TEORIA DA COMUNICAÇÃO E POLÍTICA MONETÁRIA	85
4.1. INTRODUÇÃO	85
4.2. REVISITANDO O CONCEITO DE TRANSPARÊNCIA.....	86
4.3. ELEMENTOS DA COMUNICAÇÃO HUMANA	90
4.3.1. Um breve mapeamento acerca da Teoria da Comunicação	91
4.3.2. Um modelo de comunicação humana.....	92
4.4. BC E MERCADOS SOB A PERSPECTIVA DE UM MODELO COMUNICACIONAL.....	97
4.4.1. Fonte e codificador	97
4.4.2. Canal e mensagem	99
4.4.3. Decodificador e receptor	101
4.5. O PAPEL DAS PERCEPÇÕES NA COMUNICAÇÃO	103
4.6. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	108
CAPÍTULO 5 – EVIDÊNCIAS SOBRE AS PERCEPÇÕES DO MERCADO ACERCA DA COMUNICAÇÃO DO BCB.....	109
5.1. INTRODUÇÃO	109
5.2. HISTÓRICO DE AVALIAÇÕES QUALITATIVAS ACERCA DA COMUNICAÇÃO DO BCB.....	110
5.3. METODOLOGIA DA PESQUISA DE CAMPO.....	113
5.4. RESULTADOS DA PESQUISA	116
5.4.1. Questões da primeira seção	116
5.4.2. Questões da segunda seção.....	118
5.4.3. Questões da terceira seção	127
5.5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	137
CONSIDERAÇÕES FINAIS DA DISSERTAÇÃO.....	139
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	144
APÊNDICE I – PESQUISA DE CAMPO: QUESTIONÁRIO	155
APÊNDICE II – TABELAS COM COMPILAÇÃO DOS RESULTADOS DA PESQUISA DE CAMPO	165
APÊNDICE III – REPRODUÇÃO DAS RESPOSTAS À QUESTÃO ABERTA DO QUESTIONÁRIO	169
ANEXO – PESQUISA DO FMI.....	174

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - política comunicacional de BCs selecionados	75
Tabela 2 - características relevantes em política monetária	124
Tabela 3 - racionalidade da comunicação em política monetária	125
Tabela 4 - conteúdo informacional do BCB.....	126
Tabela 5 - momentos relevantes para a comunicação do BCB	129
Tabela 6 - melhores e piores momentos da comunicação do BCB – número de respostas ...	130
Tabela 7 - resultados de uma comunicação inadequada	131
Tabela 8 - comunicação e percepção dos agentes	132
Tabela 9 - avaliação da forma do BCB se comunicar	134
Tabela 10 - evolução da comunicação nos últimos 24 meses (número de respostas e %).....	137

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - performance dos mercados com calma no cenário internacional - frequências acumuladas %.....	119
Gráfico 2 - performance dos mercados com turbulências no cenário internacional - frequências acumuladas %	120
Gráfico 3 - fontes de informações dos mercados - frequências acumuladas %	121
Gráfico 4 - características informacionais - frequências acumuladas %.....	122

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - regime de política e complexidade comunicacional.....	30
Figura 2 - representação da ETTJ	43
Figura 3 - representação do mercado de títulos públicos	56
Figura 4 - representação de mudanças nas expectativas dos agentes.....	57
Figura 5 - representação de mudanças nas expectativas dos agentes sem operações no mercado aberto	58

INTRODUÇÃO GERAL

Nos últimos anos, a literatura sobre política monetária vem destacando de forma crescente a interação entre bancos centrais (BCs) e mercados financeiros (simplesmente mercados). A abordagem teórica que antes era focada na relação da autoridade monetária diretamente com formadores de salários e de preços de bens e serviços do lado real da economia, agora centra esforços no conjunto de agentes e instituições que negociam títulos públicos e privados, contratos de taxas de juros de diferentes maturidades, moedas estrangeiras, e diversos outros instrumentos financeiros.¹ Esse aprofundamento das relações é explicado pelo papel crescente do mercado financeiro como canal de transmissão de política monetária, uma vez que os preços ali formados também são relevantes para as decisões dos agentes privados e, portanto, para o comportamento da demanda agregada.

Uma questão imediata que deriva da realidade apontada no parágrafo anterior refere-se ao fato de que o BC não tem controle direto sobre os preços formados nos mercados financeiros. Por outro lado, a formação de taxas de juros de médio e longo prazo e de outros preços depende em muito das expectativas dos participantes dos mercados. Para atingir as decisões privadas através do canal de transmissão que aqui está sendo discutido, a autoridade monetária precisa influenciar as percepções de consultores e analistas econômicos, operadores de mesa, gestores de fundos e tesoureiros, entre outros profissionais, de modo que todos esses incorporem, em suas expectativas, os objetivos da política monetária desejada.

A questão-chave, do ponto de vista dos gestores de política, é, portanto, como conseguir influenciar as percepções e expectativas dos participantes do mercado, em direção e magnitude suficientes para que a política monetária seja efetiva. Em sociedades democráticas, a melhor forma de se obter tal feito é através da comunicação entre BCs e mercados, de modo que as autoridades possam convencer os agentes de que suas ações são críveis e necessárias. Para isso, a autoridade monetária deve expor seus objetivos e instrumentos de ação, seu comprometimento com tais objetivos e suas percepções acerca da estrutura e funcionamento da economia. Todas essas informações constituem insumo necessário para a formação de expectativas e tomada de decisões dos agentes de mercado. Dada a natureza intrinsecamente

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

antecipatória destes últimos, pode-se dizer que tais informações também são vistas como sinais de intenções e ações futuras dos *policymakers*.

A comunicação em política monetária é um caso específico da comunicação humana geral e não se restringe apenas à transmissão de informações da autoridade monetária para os mercados, uma vez que é um processo bidirecional. Nesse contexto, os participantes do mercado também têm conteúdo informacional útil para os BCs, vários dos quais indicam a necessidade de alterações no curso da política monetária. Portanto, há incentivos naturais para que os dois lados se comuniquem entre si.

Nos últimos anos, assistiu-se a dois movimentos relacionados entre si. O primeiro refere-se à quantidade e velocidade de disseminação de notícias e informações, cada vez maiores, graças aos desenvolvimentos tecnológicos e comunicacionais das últimas décadas. O segundo refere-se aos BCs que, em todos os lugares do mundo, vêm adotando medidas na direção de redução de assimetrias informacionais em relação aos mercados e na busca de maior grau de credibilidade, como tentativa de aumentar a efetividade da política monetária. O segundo movimento relaciona-se ao primeiro à medida que boa parte das mensagens e sinais dos BCs chega aos olhos e ouvidos dos participantes do mercado através de veículos como jornais de economia, canais e agências de notícias em tempo real.

Com base em percepções próprias e dos mercados, esses mesmos veículos muitas vezes noticiam que reações extremadas, que ocorrem nos preços dos ativos financeiros, são justificadas por palavras ou frases ambíguas ou mal colocadas, emitidas por membros dos BCs ou contidas em seus documentos. Mas, uma vez que um dos objetivos dos BCs é justamente o de impedir a ocorrência de movimentos bruscos que afetem a saúde financeira nas áreas geográficas em que atuam, algumas das candidatas a explicar tais reações são:

- a) O banqueiro central realmente desejava mover os mercados, por algum motivo qualquer, mas procurou fazê-lo de forma que as reações não fossem exageradas, utilizando, para isso, frases e palavras com certa ambigüidade, com o intuito de amortizar os efeitos derivados. Os mercados, porém, não interpretaram tal mensagem da forma como era desejado pelo BC.

- b) O banqueiro central não tinha intenções de afetar negativamente os mercados, mas, em uma mensagem rotineira foram utilizados termos interpretados de maneira indesejada, pois a autoridade monetária fez uso incorreto de palavras.
- c) Outros fatores já estavam pressionando os mercados que, por sua vez, esperavam um pronunciamento que compensasse tais pressões. Entretanto, o discurso da autoridade monetária assumiu um tom de agravo ou de neutralidade, seja porque os gestores de política interpretaram a situação de maneira diferenciada dos mercados ou porque ocorreu erro de interpretação por parte dos mesmos.

Nos três casos isoladamente – ou em uma combinação qualquer de mais de um deles – há espaço para interpretações equivocadas ou exageradas dos dois lados, assim como há a possibilidade de desvios entre a mensagem intencionada e a que efetivamente foi emitida e a informação recebida e a que foi efetivamente interpretada. A situação pode ser mais complexa quando tal mensagem passa por agentes intermediários, por exemplo, a mídia de notícias. A natureza desse fenômeno é similar ao que ocorre na brincadeira do “telefone sem fio”, na qual uma mensagem inicial chega distorcida ao destino final. Desvios dessa natureza têm relevância, no que diz respeito, por exemplo, aos resultados obtidos em política monetária, sendo objeto de preocupação daqueles que a vivenciam no seu aspecto prático.

A necessidade do processo comunicacional em política monetária e a possibilidade de falhas nesse processo constituem temas fascinantes que vêm ganhando espaço crescente nas pesquisas acadêmicas e nas manifestações de banqueiros centrais e participantes de mercado. Também aqui, nesta dissertação, esse tema é abordado. O principal objetivo deste trabalho é abordar a comunicação em política monetária, o que significa analisar a relação entre BCs e mercados, uma vez que a ótica escolhida é a da comunicação como meio para se alcançar a efetividade de política. Um outro argumento pró-comunicação entre as partes aqui tratadas refere-se à exigência, em sociedades democráticas, de que instituições e agentes que lidam com assuntos de interesse público prestem contas por suas ações e as justifiquem perante um foro específico.

Outros trabalhos já vêm lidando com o mesmo tema que aqui é tratado. Vale destacar, contudo, duas contribuições originais que esta dissertação traz para a discussão sobre o caso

brasileiro. A primeira se refere à incorporação de elementos teóricos da área de Comunicação, uma área do conhecimento bastante complexa e densa. A segunda contribuição original relaciona-se à discussão dos resultados de uma pesquisa de campo elaborada exclusivamente como parte integrante deste trabalho. Tal pesquisa, que assume o formato de um questionário, visa a captar as percepções de economistas, operadores de mesa, tesoureiros e outros agentes do mercado acerca da comunicação atual do Banco Central do Brasil (BCB) e sua evolução recente. Conforme foi enfatizado acima, a efetividade da política depende das expectativas dos agentes, e estas, por sua vez, de suas percepções acerca das ações da autoridade monetária.

O trabalho está dividido como se segue: no Capítulo 1, tem-se Kydland e Prescott (1977) e sua discussão sobre inconsistência dinâmica como ponto de partida. Tal discussão gerou, posteriormente, uma série de trabalhos acerca da credibilidade de BCs. Outro ponto tratado neste primeiro capítulo refere-se aos efeitos da informação assimétrica em política monetária, e a existência de limitações e incertezas na sua condução. Todos esses pontos têm tangência com a questão da comunicação e, por isso, constituem alicerce para a discussão posterior que será feita nos outros capítulos.

No Capítulo 2, são apresentados os argumentos pró-comunicação entre BCs e mercados financeiros, assim como os mecanismos teóricos básicos pelos quais as expectativas dos agentes em relação às ações da autoridade monetária influenciam os juros longos, a taxa de câmbio e os preços das ações, variáveis financeiras relevantes que afetam a demanda agregada. Em regimes de metas de inflação, de um modo especial, a questão da comunicação coloca-se de forma bastante intensa.

No Capítulo 3, procura-se dar um salto da teoria para a prática da comunicação dos BCs. Uma forma de se fazer isso é apresentar como a autoridade monetária efetivamente se comunica com o público em geral e, em especial, com o mercados, influenciando suas expectativas. Além do BCB, serão analisadas as políticas comunicacionais de quatro outros BCs, largamente citados na literatura (são os bancos dos EUA, da Zona do Euro, do Reino Unido e da Nova Zelândia). Esse salto para a realidade mostra que existe a possibilidade de ocorrência de problemas no processo comunicacional entre as duas partes aqui tratadas, a despeito dos elevados níveis de transparência das instituições estudadas.

Em qualquer processo comunicacional, o que pode parecer um conteúdo relevante e preciso para o emissor de uma mensagem, pode não sê-lo aos olhos e ouvidos de seu receptor, ou ainda, pode não ser compreendido e processado da maneira desejada pelo primeiro. Por isso, o Capítulo 4 tem como objetivo trazer elementos da área da Comunicação à arena da política monetária, bem como analisar as dificuldades intrínsecas enfrentadas pela autoridade monetária em cada uma das etapas do processo comunicacional. Compreender *ex ante* quais as etapas que apresentam os maiores riscos à boa comunicação é tarefa essencial para que sejam tomadas providências específicas para reduzir tais riscos e gerar políticas monetárias eficientes.

O Capítulo 5 apresenta e discute a pesquisa de campo mencionada anteriormente. Os trabalhos empíricos que lidam com o tema comunicação em política monetária têm como objetivo geral mostrar a relevância dessa comunicação e a existência de impactos de documentos e comentários provenientes dos gestores sobre os mercados. Entretanto, não preenchem uma lacuna existente na literatura, qual seja, a de examinar se os mercados percebem a comunicação dos BCs da forma como estes últimos esperam que o seja. Colocando de outra forma, a literatura falha ao não testar se determinada informação extraída pelos mercados é a mesma que foi intencionada pelo BC. Por fim, a conclusão da dissertação enveredará em sugestões de recomendações de política comunicacional à autoridade monetária brasileira, à luz de toda a discussão anterior e dos resultados da pesquisa de campo. De um modo geral, a comunicação do BCB não é ruim, mas alguns pontos precisam ser considerados pelas autoridades.

CAPÍTULO 1 – PROBLEMAS EM POLÍTICA MONETÁRIA

1.1. Introdução

No que se refere à política monetária é possível observar a ocorrência de desvios entre resultados intencionados e obtidos na interação de BCs com o setor privado, de resultados não caracterizados por otimalidade e de tomadas de decisões que se mostram equivocadas *ex post*. Identificar e analisar as fontes geradoras desses desvios e equívocos constitui exercício relevante para uma melhor compreensão e interpretação da política monetária, seja sob a ótica do agente que a vivencia no cotidiano – inclusive o gestor de política – ou a do observador externo.

Neste capítulo, são identificadas e analisadas as principais fontes desses problemas que, por sua vez, são divididos em dois grupos principais. O primeiro tem origem na literatura tradicional que versa sobre inconsistência dinâmica (ou inconsistência temporal) e viés inflacionário e sua conexão com a questão da credibilidade em política monetária. O segundo reúne fontes geradoras que revelam naturezas distintas daquela apresentada no primeiro grupo. São elas: conhecimento limitado e informação imperfeita, no sentido de ser assimétrica.

1.2. Inconsistência Dinâmica, Viés Inflacionário e Credibilidade

De acordo com o léxico, credibilidade é o substantivo que se refere à qualidade do que é acreditável. No que tange à política econômica, esse conceito é mensurado a partir do grau de crença que os agentes têm acerca de políticas futuras. Nesse contexto, ausência de credibilidade constituirá um problema somente se causar mudanças no comportamento dos agentes, gerando resultados econômicos adversos (FORDER, 2001).

Especificamente no âmbito da política monetária, credibilidade parece ser um conceito precioso nos círculos acadêmicos e práticos. Em pesquisa realizada através de envio de questionários, Blinder (1999b) obteve de 84 dirigentes de BCs e 53 economistas acadêmicos respostas para a seguinte questão: “Quão importante é a credibilidade para um banco central?”. Em uma escala crescente de 1 a 5, o proponente do questionário obteve respostas com média 4,83 entre os banqueiros centrais (com desvio padrão de 0,37) e 4,23 entre os

acadêmicos (com desvio padrão de 0,85), indicando que o tema é de grande importância, principalmente entre os executores de política monetária. Esse resultado foi corroborado pela pesquisa de campo que será apresentada no Capítulo 5, através dos resultados obtidos pela questão 2.4, que capta as opiniões dos respondentes acerca de características relevantes dos BCs.

Blinder também quis detectar os motivos associados à relevância apontada anteriormente. Para isso, uma segunda pergunta foi feita: “Quão próximos são os conceitos de credibilidade e estabilidade de preços?”. Na mesma escala apresentada antes, as respostas médias foram 4,10 e 3,31, respectivamente, para os dois grupos de respondentes, sugerindo que essa associação entre os conceitos é muito maior entre os gestores de política monetária. A terceira questão foi: “Por que credibilidade é importante?”. Com um conjunto de respostas induzidas apresentadas aos respondentes, os dois motivos apontados com mais frequência por ambos os grupos foram, primeiro, a manutenção da inflação em patamares reduzidos e, segundo, a redução dos custos de desinflação. Não há dúvida de que o conceito de credibilidade associa-se à estabilidade de preços.

A obtenção, por parte do BC, de maior grau de credibilidade – e, por transitividade, maior estabilidade de preços – apresenta-se como um dos principais argumentos que justificam o estabelecimento da comunicação entre a autoridade monetária e os mercados. Conclusão como essa é obtida da análise das respostas à questão 2.5 da pesquisa de campo já mencionada, que procura captar as percepções dos respondentes acerca dos argumentos em favor da comunicação em política monetária. Dentre as alternativas apresentadas como alternativas de respostas, as que foram classificadas como mais relevantes foram “obtenção de maior grau de credibilidade” e “coordenação de expectativas de inflação”. Nos próximos capítulos a questão das expectativas será tratada com mais detalhes. O argumento da credibilidade, por sua vez, será discutido nos próximos parágrafos.

A discussão acerca da relação entre credibilidade e inflação começou a se intensificar a partir de Kydland e Prescott (1977), com um artigo que se tornou uma referência na literatura de política monetária. A seguir, a questão da inconsistência dinâmica é apresentada e analisada enquanto fonte do viés inflacionário.

1.2.1. O problema apresentado por Kydland e Prescott (1977)

Kydland e Prescott (K&P) argumentam que ferramentas matemáticas como a Teoria do Controle Ótimo (TCO) são poderosas para analisar sistemas dinâmicos como um todo, mas não são apropriadas quando se referem a sistemas econômicos dinâmicos. Nestes, as decisões correntes dos agentes econômicos dependem, mesmo que parcialmente, de suas expectativas sobre a política econômica futura. Por isso, somente se as expectativas fossem invariantes no tempo – o que não é a regra em economia – é que a utilização da TCO seria apropriada. A hipótese básica desse raciocínio é a de que os agentes têm *algum* conhecimento de como as decisões dos gestores de política respondem a mudanças nas condições econômicas.² Implicitamente, portanto, existe algum grau de transparência da política monetária.

A partir dessa análise, define-se uma política dinamicamente consistente. Seja $\pi = (\pi_1, \pi_2, \dots, \pi_T)$ uma seqüência de políticas econômicas de 1 a T (que pode ser infinito) e $x = (x_1, x_2, \dots, x_T)$ a correspondente seqüência de decisões dos agentes econômicos. A função-objetivo a ser maximizada é $S(x_1, x_2, \dots, x_T, \pi_1, \pi_2, \dots, \pi_T)$. A decisão em t dos agentes depende das ações passadas e atuais dos gestores de política econômica e do histórico de decisões dos próprios agentes. Assim, $x_t = X_t(x_1, x_2, \dots, x_{t-1}, \pi_1, \pi_2, \dots, \pi_T)$.

Uma política π é dinamicamente consistente se maximizar S em cada instante do tempo, tomando como dadas as decisões passadas dos agentes, $x_1, x_2, \dots, x_{t-1}$, e considerando que as decisões futuras dos gestores ($\pi_s, s > t$) serão tomadas de forma similar. Em outras palavras, uma política econômica é dinamicamente consistente quando uma ação ótima planejada em t (para o período $t+s$) continua sendo ótima quando $t+s$ chegar. Contrariamente, ocorrerá uma inconsistência dinâmica se a ação planejada *ex ante* não mantiver sua otimalidade *ex post*.

Um exemplo bastante didático utilizado pelos próprios autores é o da construção de casas em uma área com risco de inundação. O resultado socialmente ótimo seria aquele no qual nenhuma casa fosse construída. Mas, uma vez que algumas construções fossem erguidas, o ótimo passaria a ser a construção de obras de contenção contra as chuvas. Se a autoridade governamental estivesse comprometida em não realizar tais obras, agentes racionais não

²O termo “algum” é destacado no original.

construiriam suas casas nas regiões de risco. Entretanto, essa mesma racionalidade leva os indivíduos a preverem que, se se mudarem para essas regiões, não haverá alternativa às autoridades a não ser a de realizar as obras necessárias, pois o ótimo estabelecido antes não valerá mais. Com isso, caracteriza-se a inconsistência dinâmica.

A inconsistência dinâmica surge em muitos aspectos da vida econômica e Kydland e Prescott demonstram a possibilidade de sua ocorrência através de um exemplo genérico em que consideram, inicialmente, apenas dois períodos. Seja a função-objetivo dada por:

$$S(x_1, x_2, \pi_1, \pi_2) \quad (1.1)$$

sujeita às seguintes restrições:

$$x_1 = x_1(\pi_1, \pi_2) \quad (1.2)$$

$$x_2 = x_2(x_1, \pi_1, \pi_2) \quad (1.3)$$

Assumindo diferenciabilidade das funções acima e existência de solução interior, as condições de primeira ordem são dadas por:

$$\frac{\partial S}{\partial \pi_1} = \frac{\partial S}{\partial x_1} \frac{\partial x_1}{\partial \pi_1} + \frac{\partial S}{\partial x_2} \left[\frac{\partial x_2}{\partial x_1} \frac{\partial x_1}{\partial \pi_1} + \frac{\partial x_2}{\partial \pi_1} \right] + \frac{\partial S}{\partial \pi_1} = 0 \quad (1.4)$$

$$\frac{\partial S}{\partial \pi_2} = \frac{\partial S}{\partial x_1} \frac{\partial x_1}{\partial \pi_2} + \frac{\partial S}{\partial x_2} \left[\frac{\partial x_2}{\partial x_1} \frac{\partial x_1}{\partial \pi_2} + \frac{\partial x_2}{\partial \pi_2} \right] + \frac{\partial S}{\partial \pi_2} = 0 \quad (1.5)$$

A política ótima *ex ante* é tal que π_1 e π_2 satisfazem (1.4) e (1.5). Entretanto, demonstra-se que, quando $t = 2$ chegar, o que é ótimo *ex ante*, não o é *ex post*. No segundo período, para a seqüência de política ser consistente, π_2 deve maximizar (1.1), considerando π_1 e x_1 como decisões passadas e a restrição imposta em (1.3). Tem-se, com isso:

$$\frac{\partial S}{\partial \pi_2} = \frac{\partial S}{\partial x_2} \frac{\partial x_2}{\partial \pi_2} + \frac{\partial S}{\partial \pi_2} = 0 \quad (1.6)$$

Dessa forma, a seqüência π_1 e π_2 que satisfaz (1.4) e (1.5) *ex ante*, pode não satisfazer (1.6) quando $t = 2$ chegar, o que caracterizaria tal seqüência como uma política que não mantém sua otimalidade ao longo do tempo. Para que (1.6) seja válida, a seguinte condição deve prevalecer em (1.5):

$$\frac{\partial S}{\partial x_1} \frac{\partial x_1}{\partial \pi_2} + \frac{\partial S}{\partial x_2} \left[\frac{\partial x_2}{\partial x_1} \frac{\partial x_1}{\partial \pi_2} \right] = 0 \quad (1.7)$$

que pode ser reescrita como:

$$\frac{\partial x_1}{\partial \pi_2} \left[\frac{\partial S}{\partial x_1} + \frac{\partial S}{\partial x_2} \frac{\partial x_2}{\partial x_1} \right] = 0 \quad (1.8)$$

A igualdade acima só será válida se:

$$\frac{\partial x_1}{\partial \pi_2} = 0 \quad \text{ou} \quad \left[\frac{\partial S}{\partial x_1} + \frac{\partial S}{\partial x_2} \frac{\partial x_2}{\partial x_1} \right] = 0 \quad (1.9)$$

A primeira igualdade de (1.9) expressa que a ação de política no segundo período (π_2) não tem impactos sobre as decisões dos agentes no primeiro período (x_1). K&P, argumentam que as expectativas em relação a políticas futuras afetam decisões correntes. Com isso, tal igualdade não pode ser válida, pois viola um pressuposto básico do modelo. A segunda igualdade, por sua vez, expressa que o efeito de mudanças nas decisões dos agentes no período 1 (x_1) não afeta a função-objetivo nem de forma direta e nem indireta (através de x_2), ou que o efeito direto é anulado pelo indireto. Como K&P argumentam que as decisões dos agentes influenciam os resultados – como bem o ilustra o exemplo mencionado anteriormente – essa segunda igualdade também não é válida. Como (1.9) não se verifica, tem-se que, quando $t = 2$ chegar, a política π_2 não será mais ótima. Portanto, *ex post* a seqüência π mostra-se inconsistente ao longo do tempo.

No âmbito da política monetária, o problema da inconsistência dinâmica emerge sob forma de insucesso por parte dos gestores de política para manter a inflação baixa em um regime discricionário. Os agentes privados incorporarão, em suas expectativas, a possibilidade de que

a autoridade monetária explore o *trade-off* de curto prazo entre inflação e produto. Com isso, as expectativas e, portanto, preços e salários, serão majorados. Uma formulação simples do problema é apresentada por Romer (2001). Seja a oferta agregada dada pela curva de oferta de Lucas:

$$y = \bar{y} + b(\pi - \pi^e), \quad b > 0 \quad (1.10)$$

onde y é o logaritmo do produto real (uma *proxy* para a taxa de emprego), $\bar{y}$ é o logaritmo do produto em seu nível a preços flexíveis, π é a taxa de inflação e π^e representa as expectativas de inflação do setor privado.

Assume-se que a inflação acima de certo nível é custosa e que seu custo aumenta conforme a taxa verificada se eleva. A função-objetivo a ser otimizada é compartilhada tanto pelo gestor de política quanto pela sociedade, ou seja, assume-se simetria informacional (transparência). Essa função é dada por L , como se segue:

$$L = \frac{1}{2}(y - y^*)^2 + \frac{1}{2}a(\pi - \pi^*)^2, \quad a > 0 \text{ e } y^* > \bar{y} \quad (1.11)$$

O parâmetro a reflete a importância relativa de desvios na taxa de inflação em relação ao nível socialmente ótimo, π^* . O produto socialmente ótimo é representado por y^* , assumido ser maior do que o produto a preços flexíveis, devido a alguma imperfeição de mercado. A função L é uma função-perda que, portanto, deve ser minimizada pelo gestor. Se o setor privado formasse suas expectativas de maneira simplória, esperaria que o gestor escolhesse π^* que, por definição, é o nível que minimiza a função-perda. Assim, prevaleceria $\pi^e = \pi^*$, o que geraria $\pi = \pi^e = \pi^*$ como solução. A racionalidade dos agentes, contudo, conduz a outra expectativa de inflação.

Assume-se, no modelo, que a autoridade monetária toma suas decisões considerando as expectativas do setor privado como dadas (formadas anteriormente à decisão de política monetária) e acredita que seja possível explorar o *trade-off* entre produto/emprego e inflação. Nessas circunstâncias, o resultado ótimo para o gestor de política será outro. Substituindo (1.10) em (1.11), chega-se a:

$$L = \frac{1}{2}[(\bar{y} + b(\pi - \pi^e) - y^*)^2 + \frac{1}{2}a(\pi - \pi^*)^2] \quad (1.12)$$

O nível que minimiza (1.12) e que, portanto, deve ser realizado pelo gestor, é dado por:

$$\pi = \pi^* + \frac{b}{a + b^2}(y^* - \bar{y}) + \frac{b^2}{a + b^2}(\pi^e - \pi^*) \quad (1.13)$$

Cientes dessa possibilidade e do resultado que se obterá, os agentes do setor privado incorporarão o resultado expresso acima em suas expectativas, de modo que $\pi = \pi^e$. Dessa forma, (1.13) pode ser expressa como:

$$\pi^e = \pi^* + \frac{b}{a}(y^* - \bar{y}) \equiv \pi^{eq} \quad (1.14)$$

onde π^{eq} é a taxa de inflação de equilíbrio, maior do que a taxa π^* . Essa diferença é dada pelo chamado *viés inflacionário*.

Conforme enfatizado por Forder (2001), o fator crucial por trás dos resultados obtidos por K&P está na hipótese de que os agentes privados compreendem os objetivos do gestor de política, a forma pela qual suas ações são determinadas e a estrutura da economia, além de possuírem as mesmas preferências dos gestores. Não há nenhuma assimetria ou incompletude informacional. É justamente a Hipótese de Expectativas Racionais (HER) que conduz a um resultado sub-ótimo, caracterizado por uma situação na qual seria possível obter o mesmo nível de produto/emprego com um nível inflacionário menor.

1.2.2. Soluções e críticas apresentadas ao problema da inconsistência dinâmica

Uma questão pertinente refere-se a como eliminar, ou pelo menos reduzir, o problema do viés inflacionário. A solução proposta diretamente por K&P é a de fazer com que a política monetária seja determinada por regras conhecidas e divulgadas ao público, ao invés de discricionariedade. Romer (2001), contudo, destaca dois aspectos que envolvem a utilização de regras monetárias. O primeiro, de ordem normativa, envolve o fato de que a aplicação de

regras não é universal, já que nem todos os estados da natureza podem ser previstos. O segundo, de ordem positiva, emerge a partir da observação de que vários países que utilizam políticas discricionárias mantêm níveis baixos de inflação. Pode-se citar a economia norte-americana, na segunda metade da década dos anos 1990, como exemplo.³

Outra crítica à utilização de regras como solução é feita por Barro e Gordon (1983). Segundo os autores, se os gestores de política anunciarem o abandono da TCO em prol da adoção de regras, fazendo com que os agentes reduzam suas expectativas inflacionárias, então haveria condições ideais para que tal anúncio não fosse cumprido. Isso ocorreria porque, com a redução das expectativas do setor privado os custos da exploração do *trade-off* inflação-produto seriam menores, o que constituiria um incentivo para que o gestor não cumprisse a promessa feita. Cientes dessa possibilidade, os agentes recebem o anúncio da autoridade monetária como algo carente de credibilidade.

A partir do argumento apresentado por Barro e Gordon (B&G), Forder (2001, p. 6) advoga que o problema da inconsistência dinâmica é separado do problema de credibilidade: teoricamente, o primeiro problema é anterior ao segundo, que surge somente como resultado de uma possível limitação da solução de K&P à inconsistência dinâmica, ou seja, a adoção de regras.

A solução proposta por B&G não abdica de discricionariedade em política monetária. A interação entre BC e setor privado não ocorre uma única vez. Trata-se, na prática, de um jogo com interações repetidas em horizonte infinito. Nesse jogo, as ações do *policymaker* em determinado período são consideradas pelos agentes do setor privado nas decisões que tomarão nos períodos subsequentes.⁴ Com isso, a idéia básica por trás da solução proposta pelos autores é a de que se o BC, em t , sucumbir à tentação de se desviar da solução de inflação baixa, terá sua reputação perdida momentaneamente, gerando majoração das expectativas inflacionárias para o período $t+1$. Quanto maiores forem essas expectativas, maior será o custo marginal da inflação imposto à autoridade monetária. Se, em $t+1$, o BC gerar uma inflação baixa, o público voltará a esperar inflação baixa para $t+2$. Nesse contexto, o desenvolvimento de

³Os efeitos do aumento de produtividade sobre a inflação, verificados nos EUA ao longo do período, constituem assunto de grande interesse, mas não diminuem a relevância do exemplo citado como um caso de sucesso em que não se abriu mão de uma política discricionária.

⁴Veja Gonçalves (2001) para um tratamento da relação entre BCs e mercados sob formato de jogos.

forças reputacionais de comprometimento com a inflação em patamares reduzidos pode substituir a adoção de regras formais.

B&G advogam que o resultado efetivo da taxa de inflação dependerá da comparação que o *policymaker* fizer entre os ganhos que terá ao gerar uma inflação surpresa e os custos dessa opção (majoração das expectativas). Tal resultado estará em um intervalo de valores compreendido entre o resultado da adoção de regra monetária e o resultado da discricão, o que impõe ao modelo, segundo os próprios autores, uma multiplicidade de equilíbrios.⁵ Essa característica resulta em baixo poder preditivo do modelo, uma vez que a taxa de inflação poderá apresentar qualquer valor dentro do referido intervalo (BEDDIES, 2000, p. 8).

A solução recomendada por B&G está inserida em um conjunto maior de propostas ao problema da inconsistência dinâmica chamadas “tecnologias de comprometimento” (*commitment technologies*). Essa expressão relaciona-se à implementação de arranjos institucionais existentes para tornar crível o compromisso do gestor de política com determinado objetivo, tornando alto o custo de reversão (não cumprimento) desse compromisso. Os arranjos citados com mais frequência são explicitados nos modelos (e suas variantes mais recentes) de reputação adquirida/construída pelo *policymaker* (BARRO e GORDON, 1983; BACKUS e DRIFFILL, 1985; BARRO, 1986), de delegação da política monetária a agentes conservadores (ROGOFF, 1985) e de contratos ótimos de incentivos a esses agentes (PERSSON e TABELLINI, 1993; WALSH, 1995).

Grande parte dos trabalhos acadêmicos que versam sobre problemas em política monetária e suas possíveis resoluções têm, como ponto de partida, o conceito da inconsistência dinâmica. Entretanto, vários autores têm questionado a plausibilidade empírica e teórica dessa referência, sugerindo que o problema apresentado originalmente por K&P não é tão relevante. Em primeiro lugar, vale destacar o contexto histórico-econômico em que esse tema foi abordado. O período considerado nas análises dos vários autores que lidaram com essa questão foi de aceleração inflacionária nos países industrializados (período entre meados dos anos 1960 e começo dos anos 1980), por conta de diversos choques ocorridos, muitas vezes desconsiderados em tais análises. De acordo com Blinder,

⁵Vide Barro e Gordon (1983) para maiores detalhes.

Barro e Gordon ignoraram as explicações práticas óbvias para o aumento da inflação observada – a Guerra do Vietnã, o fim do sistema de Bretton-Woods, dois choques do petróleo etc. – e buscaram, em vez disso, uma explicação teórica daquilo que acreditavam ser uma sistemática predisposição inflacionária no comportamento dos bancos centrais. Eles a encontraram na análise de Kydland e Prescott. (BLINDER, 1999a, p. 60)

Romer (2001, p. 491) apóia-se na constatação de que os resultados desinflacionários posteriores àquele período foram obtidos sem a aplicação das soluções comumente propostas. O autor cita o exemplo dos Estados Unidos, país em que a inflação anual foi reduzida de cerca de 10%, no final dos anos 1970, para menos de 5%, poucos anos depois, sem a necessidade de mudanças institucionais (tecnologias de comprometimento) significativas ou mesmo da adoção de regras de política monetária.

Críticas também são feitas no que diz respeito aos aspectos teóricos intrínsecos à inconsistência dinâmica. Forder (2001, p. 16) e Romer (2001, p. 491) são autores que questionam se, de fato, as negociações de preços e salários são formadas sob as bases de expectativas *forward-looking* – fundamentais para os resultados encontrados por K&P. O segundo autor cita o trabalho de Fuhrer (1997), que não encontrou evidências de que expectativas “para frente” são importantes para explicar o comportamento da inflação norte-americana. No entanto, esses questionamentos e evidências referem-se a agentes que formam preços e salários diretamente; será visto no capítulo seguinte que a hipótese de expectativas *forward-looking* na formação de preços de ativos financeiros é amplamente aceita na literatura.

Uma segunda crítica de base teórica, presente nos escritos de Goodhart e Huang (1998), Beddies (2000), Forder (2001) e Walsh (2001), entre outros, aponta que, sob um contexto de defasagens em política monetária (o que torna o modelo mais próximo da realidade), o viés inflacionário ou não se sustenta ou é reduzido, quando se compara tal contexto com uma situação na qual o efeito da surpresa inflacionária sobre o produto é imediato, como é o caso em K&P. O argumento por trás desse apontamento está no fato de que, se os agentes são racionais e observam alterações no instrumento de política monetária, então podem ajustar suas expectativas caso não estejam vinculados a um contrato nominal mais longo que a

defasagem de política. Dessa forma, os efeitos de tais alterações não surpreenderiam os formadores de preços e salários e o viés inflacionário seria reduzido ou mesmo não ocorreria.⁶

Como já se destacou, o problema da inconsistência dinâmica surge porque os agentes são plenamente racionais e conhecem com perfeição as preferências dos gestores, bem como o modelo que descreve a economia. Deve-se notar, ainda, que esse conhecimento também é resultado, mesmo que implicitamente, de algum grau de abertura proporcionado pelos gestores no que diz respeito aos seus modelos, ou, em outras palavras, de algum grau de transparência entre as partes (conforme é sugerido pela observação feita na nota de rodapé n. 2).

Mas, falhas e resultados adversos em política monetária podem ter natureza distinta da que foi apresentada nesta seção. Na sequência serão analisadas duas outras possibilidades: 1) conhecimento limitado, por parte dos gestores, acerca da estrutura da economia e dos efeitos de política; e 2) existência de informação imperfeita, por exemplo, assimetrias entre BCs e público.

1.3. Conhecimento limitado e informação imperfeita

1.3.1. Conhecimento limitado e incerteza

A discussão em torno das limitações no conhecimento dos agentes econômicos não é recente; autores consagrados como Friedman e Schwartz (1963) e Arrow (1974) abordam esse tema. Utilizando-se de exemplos dos EUA, citados pelos dois primeiros autores, Romer e Romer (1996) argumentam que a inconsistência dinâmica pode não ser a fonte central de problemas na política monetária e, por isso, consideram alternativas, tais como limitações existentes no conhecimento disponível e no conhecimento de autoridades monetárias sobre o funcionamento da economia e dos efeitos da política monetária.⁷

⁶Goodhart e Huang (1998) trazem uma interessante análise acerca dessa questão, incorporando não somente defasagens em política monetária, mas também outras hipóteses mais realistas, como persistência de produto e de inflação e escalonamento de preços e salários (*overlapping wage contracts*).

⁷Os autores também consideram limitações no conhecimento de políticos e eleitores sobre o funcionamento da economia, o que pode constituir fonte de pressão para que os BCs adotem políticas irresponsáveis. Vide Romer e Romer (1996) para maiores detalhes.

Um desses exemplos refere-se à contração da economia norte-americana no começo da década dos anos 1920. O pouco conhecimento, à época, sobre defasagens de política foi responsável por uma contração monetária excessiva no final da década de 1910. Como o resultado do aperto monetário realizado pelo *Federal Reserve* (Fed) em novembro de 1919 não surtiu efeito imediato como se desejava, novos apertos ocorreram em janeiro e em junho do ano seguinte, levando a economia à recessão.⁸ Mesmo nos dias atuais, com todos os avanços computacionais e teóricos, em especial na Econometria, ainda são grandes as discussões em torno de temas como defasagens em política monetária, constituindo, 80 anos depois do episódio relatado, uma questão ainda não resolvida de forma definitiva.

Outras variáveis relevantes para o exercício da política monetária também podem ser objeto de limitações no conhecimento humano disponível, o que obriga o gestor de política a atuar, muitas vezes, com base na intuição e em “fragmentos de evidência” (ROMER e ROMER, 1996, p. 6). Também não se pode desconsiderar que resultados ótimos encontrados para determinada área geográfica podem não sê-lo para outras. Como exemplo, é possível dizer que a própria definição de inflação ótima está sujeita a tais limitações, como advogam Romer e Romer,

As a result, policymakers have no choice but to operate on the basis of intuition and fragments of evidence. Estimates of the optimal inflation rate range from moderate deflation, to zero, to moderate inflation, and policymakers in different countries appear to have different estimates. (ROMER e ROMER, 1996, p. 6)

Diante de tais limitações, gestores de política podem descobrir, posteriormente, quando novos “fragmentos” forem encontrados, que determinadas decisões não eram as melhores quando foram tomadas e que políticas diferentes deveriam ter sido adotadas sob as circunstâncias prevalecentes.

Os desenvolvimentos recentes na tecnologia da informação e da comunicação permitiram uma maior integração entre os mercados, os BCs e o meio acadêmico, através de uma disseminação maior e mais rápida de informações, decisões e estudos teóricos e empíricos acerca do funcionamento da economia. Entretanto, a quantidade e a velocidade de disseminação de novos conhecimentos podem, ainda, não ser suficientes para atingir a mesa do gestor de política no instante em que este é obrigado a tomar uma decisão. Ademais, excesso de informação não é garantia de eliminação de incerteza (HEINER, 1983;

⁸Exemplo citado por Romer e Romer (1996), com base em Friedman e Schwartz (1963).

BRASHERS, 2001; KAHNEMAN, conforme entrevista em PASSOS, 2003). Ronald Heiner (1983), por exemplo, argumenta que o excesso de informação pode ser fonte de aumento de incerteza. Por tudo isso, fatores difíceis de serem captados em modelos que tratam a política monetária como tema, também são apontados como relevantes para as decisões:

Such factors as their [individuals who specialize in conducting policy] experience, their intrinsic abilities, and the rewards that they face for conducting policy successfully are likely to influence their knowledge. (ROMER e ROMER, 1996, p. 8)

Para ilustrar essa limitação, Romer e Romer, mais uma vez, se apóiam em Friedman e Schwartz, ao apresentarem uma justificativa para a passividade do BC norte-americano frente aos pânicos bancários do começo da década de 1930. O ponto de partida é a morte de Benjamin Strong – ex-banqueiro e primeiro presidente do Fed de Nova York – em outubro de 1928. Sem a *expertise* e o poder de persuasão de Strong e com a mudança do centro de influência do Fed de Nova York para o *Board of Governors* (com sede em Washington), os governadores dos Feds regionais optaram por uma política inativa frente à crise, pois tinham pouca experiência e pouco conhecimento sobre a importância da política monetária no combate a pânicos bancários e à depressão econômica. Entretanto, segundo Friedman e Schwartz, o conhecimento acerca dessa importância já estava disponível à época, o que caracteriza a limitação no conhecimento dos gestores. A capacidade dos gestores e a reputação que têm parecem ser qualidades consideradas entre os participantes do mercado, como bem o sugere o resultado obtido pela questão 2.4 da pesquisa de campo realizada, que será detalhada no Capítulo 5. Na percepção dos respondentes, o item “ter diretores com boa reputação e capacidade técnica” está entre as três características mais relevantes em política monetária.

Limitações no conhecimento não constituem objeto de preocupação somente de acadêmicos. Nesse contexto, a experiência como vice-presidente do Fed levou o acadêmico Alan Blinder (1999a) a apresentar algumas considerações relevantes no que se refere ao que chama de “lacunas no conhecimento”, seguindo uma linha de raciocínio semelhante à proposta pelos autores vistos nos parágrafos anteriores. Mesmo defendendo que gestores de política monetária utilizem algum instrumental quantitativo, o autor relaciona algumas complicações que se apresentam aos gestores. Incertezas sobre a especificação do “verdadeiro modelo da economia”, de seus parâmetros, das previsões obtidas e dos instrumentos utilizados para aplicar os resultados estimados colaboram para caracterizar a complexidade da política

monetária. Diante desse nível de complicações, o autor sugere que os gestores de política sejam adeptos de uma estratégia gradual. Seguindo a tradição iniciada com Brainard (1967), o autor recomenda que, diante de incerteza em relação ao modelo ou aos parâmetros, os *policymakers* sigam os seguintes passos:

Passo 1: Estime o quanto você precisa contrair ou relaxar a política monetária para *fazer as coisas do jeito certo*. Faça menos.

Passo 2: Observe os acontecimentos.

Passo 3a: Se as coisas acontecerem mais ou menos como o esperado, contraia ou relaxe a política monetária até que atinja o nível que você estimou no início.

Passo 3b: Se a economia parecer estar evoluindo de forma diferente do que você esperava, ajuste a política de acordo.⁹

Mas mesmo a utilização de um modelo – ou vários, como sugere Blinder – pode gerar dificuldades ao gestor de política, por conta de dificuldades existentes na coleta e/ou construção de dados necessários ao modelo e à tomada de decisões. Algumas estatísticas não estão disponíveis em tempo real, o que já é, por si só, um elemento que dificulta a tomada de decisões – o cenário econômico pode mudar rapidamente, mesmo que independentemente da ação do BC. Porém, mesmo que fossem disponibilizadas em tempo real poderiam gerar dúvidas quanto à sua efetividade. Como exemplo dessa possibilidade Clarida *et al* (1999, p. 1683) citam o PIB potencial, uma variável que, não observada diretamente, pode ser medida com grande margem de erro.¹⁰

Nesse contexto, observa-se que não é raro que instituições, oficiais ou não, divulguem revisões de seus indicadores estatísticos, o que é louvável, já que se busca uma informação mais acurada. Entretanto, é possível observar também que em muitas ocasiões um indicador que apresente determinado resultado em sua primeira divulgação pode trazer, na sua revisão, um outro que tenha magnitude ou mesmo direção oposta àquele, fato com grandes possibilidades de gerar decisões de política equivocadas. Em 2001, por exemplo, o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) foi questionado quando, ao divulgar o PIB do segundo trimestre, mostrou contração da economia brasileira e, algumas semanas depois, sua revisão trouxe um resultado próximo à estabilidade, porém positivo.¹¹ É por esse motivo que

⁹Destaque no original.

¹⁰Segundo Picchetti (2005, p. 21), não existe consenso em torno da melhor maneira de estimar o PIB potencial, mesmo em economias com dados mais estáveis e confiáveis.

¹¹As justificativas para tal mudança foram centradas na parcialidade dos dados coletados pelo Instituto, à época da primeira divulgação.

se deve, no exercício da política monetária, acompanhar vários indicadores, contemporâneos e antecedentes.

A questão apontada nos dois parágrafos anteriores não afeta somente a tomada de decisões das autoridades; também influencia a comunicação delas com o setor privado. Algumas vozes argumentam que é benéfico ao processo de tomada de decisões dos agentes que uma informação sobre o estado da economia seja disseminada freqüentemente tão logo esteja disponível para as autoridades. Entretanto, um conteúdo informacional incompleto ou mesmo inexato poderia ser transmitido nessa disseminação, o que só seria detectado *ex post*, podendo gerar resultados desestabilizadores, reduzir a credibilidade da fonte divulgadora ou ainda dificultar reversões futuras de políticas que se mostrem inadequadas. Daí a possibilidade de um *trade-off*, imposto às autoridades, entre uma rápida divulgação de informações, mas com chances de ruídos, e uma divulgação lenta, mas com conteúdo mais acurado (MORRIS e SHIN, 2002; AMATO *et al*, 2002).

1.3.2. Informação imperfeita

Outro ramo de pesquisa encontrado na literatura considera que problemas em política monetária podem ser gerados a partir da existência de imperfeições informacionais entre BCs e setor privado, ao contrário do que ocorre na formulação de K&P, segundo a qual existe simetria informacional entre as duas partes. Políticas monetárias que, sob a HER seriam eficientes, sob um contexto de informação assimétrica terão uma performance fraca – em termos de manutenção da taxa efetiva e das expectativas de inflação em patamares reduzidos. O remédio comumente indicado para combater esse problema é o aumento de transparência dos BCs, tema que será visto com detalhes no Capítulo 2.

Orphanides e Williams (2002), por exemplo, mostram formalmente os efeitos da referida assimetria. Os autores consideram uma economia na qual os agentes têm conhecimento apenas da especificação do modelo utilizado pelos gestores de política, desconhecendo os parâmetros desse modelo, bem como as preferências da autoridade. Dada a relevância dos referidos parâmetros na formação das expectativas, o setor privado deve fazer inferências a

partir dos dados históricos observados.¹² À medida que novos indicadores econômicos forem sendo observados a cada período, os agentes adquirem algum conhecimento sobre a economia e os parâmetros do modelo utilizado pelos gestores. Em um processo de aprendizado, o setor privado revisa e atualiza suas expectativas para o período seguinte a partir da última observação (ou últimas observações); trata-se de um processo denominado *tecnologia de aprendizagem adaptativa* (*adaptive learning technology*).

Simulações realizadas por Orphanides e Williams (2002) ilustram como o referido processo de aprendizado afeta a dinâmica de expectativas inflacionárias, a resposta ótima de política e os resultados efetivos em termos de inflação e produto. Sob as hipóteses consideradas, o problema de resposta ótima a desvios entre a inflação esperada e o objetivo de política torna-se muito mais difícil do que seria se prevalecesse a HER. Na existência da referida assimetria de informações e do processo de aprendizado mencionado, as expectativas são contaminadas por erros aleatórios, resultando em persistência inflacionária, o que distorce o *trade-off* entre estabilização da inflação e do produto. A lógica é a que se segue: quando as pessoas estão aprendendo sobre o processo inflacionário, uma elevação temporária nas taxas de inflação – que, sob racionalidade plena deixaria as expectativas inalteradas – pode induzir a uma elevação nas expectativas dos agentes, o que, por sua vez, afeta o nível corrente de preços. Uma vez que uma maior inflação hoje afeta negativamente as expectativas, forma-se um círculo vicioso, forçando o BC a adotar políticas contracionistas. Como resultado, a sociedade observa um nível inflacionário maior e um nível de produto menor do que os que seriam sob a HER.¹³

A assimetria entre bancos centrais e mercados amplifica e prolonga a resposta da inflação e do produto a choques não antecipados, similares aos observados na década de 1970 com a Crise do Petróleo. Da mesma forma, impõe perdas maiores ao gestor de política, através de maior volatilidade do produto e de desvios da inflação em relação aos objetivos de política. Sob tais circunstâncias, Orphanides e Williams concluem que o *policymaker* deve responder a desvios

¹²Bernanke (2004) advoga que, ao assumir que os agentes conhecem a verdadeira estrutura da economia e utilizam métodos estatísticos formais para inferir os parâmetros dessa estrutura, Orphanides e Williams e outros autores dessa literatura atribuem um nível de conhecimento e sofisticação aos agentes que é muito maior do que o prevalecente no mundo real.

¹³Se os objetivos dos BCs fossem bem definidos e amplamente conhecidos pelo público, os gestores adotassem regularmente políticas consistentes com tais objetivos e os mercados fossem eficientes – detivessem informação perfeita sobre a situação da economia e sobre os gestores –, os agentes analisariam os indicadores e fariam projeções eficientes acerca das ações futuras da autoridade monetária. Sob tais hipóteses, a economia convergiria para o equilíbrio de expectativas racionais. Vide Poole (2003) e Bernanke (2004) para maiores detalhes.

de inflação de forma mais austera (*inflation hawk*) do que o faria sob conhecimento perfeito. Para isso, o peso de desvios de inflação em relação aos objetivos de política deve ser majorado, de modo a ancorar as expectativas dos agentes e reduzir a persistência inflacionária. Se, ao contrário, políticas pouco agressivas (*inflation dove*) prevalecerem, mesmo que constituam respostas ótimas sob conhecimento perfeito, poderão gerar resultados perversos, como estagflação.

Morris e Shin (2002) também analisam os efeitos da imperfeição informacional sobre o bem-estar social em um contexto no qual os resultados de cada agente dependem da distância em relação aos demais agentes – sendo que, quanto menor essa distância, melhor. Os autores apresentam um modelo teórico em que os agentes só têm acesso a sinais, públicos (emitidos pelas autoridades a todos os agentes) e privados, acerca dos valores das variáveis relevantes da economia. A principal conclusão é que aumentos na precisão dos sinais públicos reduzem o bem-estar social quando os agentes já têm posse de sinais privados bastante precisos.¹⁴ Esse resultado ocorre porque a informação pública, ao ser o foco das atenções dos agentes – uma vez que está disponível para todos –, se sobrepõe à informação privada, deslocando-a (efeito *crowding out*). Dessa forma, ruídos remanescentes na informação pública são amplificados em tal extensão que esta acaba se tornando prejudicial ao bem-estar social.

1.4. Considerações Finais

Neste capítulo introdutório procurou-se identificar e analisar algumas das fontes geradoras de problemas em política monetária. Esse não é um tema recente no conjunto de preocupações dos economistas, como bem o demonstra a passagem de quatro décadas desde que o clássico de Milton Friedman e Anna Schwartz foi publicado, assim como a atualidade de algumas das questões expostas naquele trabalho e apontadas aqui.

O estudo de fontes geradoras de problemas não caracteriza uma condição obsessiva e perfeccionista das pessoas que o fazem, como se fossem verdadeiros técnicos em controle de qualidade. Revela a admissão explícita de que sistemas complexos e dinâmicos, como o é a

¹⁴Amato *et al* (2002) ao inserirem o modelo de Morris e Shin (2002) no contexto da comunicação em política monetária, ilustram a variável fundamental como a oferta de moeda na economia e o sinal público como a taxa de juros ou um agregado monetário. As decisões dos agentes referem-se à oferta e à demanda de bens e o preço de equilíbrio resultante dependerá dos sinais público e privado disponíveis aos agentes.

política monetária, estão constantemente sujeitos a ruídos ou falhas. Trata-se sim de um sistema complexo, pois envolve a relação entre BC e setor privado, ambos compostos por agentes que têm crenças, ambições, incentivos e limitações, características que têm influências sobre os resultados econômicos. Trata-se também de um sistema dinâmico porque a evolução dos acontecimentos pode revelar possibilidades, relações e reações até então desconhecidas ou imprevisíveis.

A maior parte das análises e modelos citados ao longo deste capítulo refere-se a uma forma de se fazer política monetária na qual o BC interage com o lado real da economia, no qual preços de bens e salários são formados. Nos últimos anos, a relevância dos mercados financeiros vem crescendo continuamente, fazendo com que o foco das ações dos BCs se volte para outra direção. Sob a égide da tecnologia da informação e da comunicação, a velocidade de interação entre os agentes tem sido elevada, com a disseminação rápida (e menos custosa) de informações, dados estatísticos, notícias, estudos teóricos e empíricos e opiniões acerca de eventos presentes e vindouros.

Nesse cenário, muitas vezes as decisões dos agentes devem ser tomadas com uma rapidez suficiente para que se possa extrair algum proveito – de preferência financeiro – desses insumos informacionais. No mercado financeiro, de modo especial, a busca por oportunidades de arbitragem depende do quão mais rápido e eficiente é o processamento da informação que reluz na tela dos computadores dos *traders*, em relação à velocidade e eficiência no processamento que os concorrentes fazem da mesma informação – é claro que informações privilegiadas não podem ser descartadas desse jogo.

Sob esse quadro, não somente ações, mas também declarações e documentos provenientes dos BCs são vistos como sinais que podem revelar intenções futuras dos gestores de política. Em outras palavras, há comunicação entre autoridade monetária e mercados financeiros, o que é justificado, principalmente, pelo papel destes últimos como canais de transmissão de política monetária. Entretanto, a comunicação entre essas duas partes, como um caso específico da comunicação humana, está sujeita a falhas e interpretações indesejadas, como será visto nos próximos capítulos.

CAPÍTULO 2 – BC E MERCADOS: UMA INTERAÇÃO COMUNICACIONAL

2.1. Introdução

A interação entre as pessoas – e, portanto, entre as instituições – ocorre pela comunicação. De acordo com o léxico, esse substantivo expressa, entre outros significados, “o processo de emissão, transmissão e recepção de mensagens por meio de métodos e/ou sistemas convencionados”. Também pode ser associado à “capacidade de trocar ou discutir idéias, de dialogar, com vista ao bom entendimento entre pessoas”. Essas duas definições, observadas conjuntamente, evidenciam uma ambigüidade, uma vez que o termo comunicação pode expressar tanto um processo unidirecional (transmissão de informação) quanto bidirecional (compartilhamento ou troca de informação).¹⁵ Seja qual for o sentido utilizado, percebe-se a relevância do processo comunicacional para as relações humanas, o que pode ser sintetizado pela famosa frase do comunicador Abelardo Barbosa, o Chacrinha: “quem não se comunica, se trumbica”.

Diante de sua abrangência e relevância, a comunicação é um conceito que também se aplica aos domínios da política monetária. São duas as razões que justificam a significativa importância da comunicação entre gestores de política e agentes do setor privado.¹⁶ A primeira tem como base a exigência, cada vez maior – principalmente em sociedades democráticas –, para que as autoridades monetárias respondam e prestem contas por seus atos, uma vez que lidam com assunto de interesse público. A segunda razão surge a partir da constatação de que o mercado financeiro – através da formação de preços de ativos financeiros – constitui um canal de transmissão de política, o que exige que o BC o influencie para atingir determinados resultados.¹⁷ Nas palavras contidas na versão portuguesa do último relatório anual do Banco Central Europeu (BCE),

¹⁵Venício A. de Lima (2001, p. 24) atribui tal ambigüidade à origem etimológica do substantivo. Em latim, o termo comunicação é *communicationem*, que significa a “ação de tornar comum”. Sua raiz é o adjetivo *communis*, que significa “pertence a todos ou a muitos”. E o verbo é *comunicare*, que significa “tornar comum, fazer saber”.

¹⁶O papel do BC de supervisor e regulador do sistema financeiro não será discutido nesta dissertação. Deve-se destacar apenas que a comunicação externa dos BCs que têm esse papel, como é o caso brasileiro, ocorre através de todo um conjunto de normas e regulamentos. Vide Lima (2005) para maiores detalhes.

¹⁷Veja, por exemplo, Blinder *et al* (2001).

A comunicação constitui parte integrante da política monetária do BCE e do desempenho das suas outras atribuições. Na comunicação com o público, os meios de comunicação social e as audiências especializadas – como os participantes no mercado financeiro – o BCE procura contribuir para a eficácia, a eficiência e a credibilidade da sua política monetária. Outro objectivo consiste em participar na íntegra todas as suas acções (...) Para atingir estes objectivos, o BCE tem de ser aberto e transparente, e melhorar o conhecimento e a compreensão do público no que se refere às suas atribuições e políticas, bem como à sua estreita cooperação com os BCN [bancos centrais nacionais] do Eurosistema. (BANCO CENTRAL EUROPEU, 2004a, p. 164)

A citação enfatiza a necessidade de abertura e transparência para que o BCE obtenha efetividade de política e possa prestar contas ao público (participar na íntegra todas as suas acções). Uma discussão acerca de transparência e efetividade de política monetária será desenvolvida mais adiante.

Os BCs não conseguem executar suas políticas com sucesso sem que tenham amplo apoio dos vários setores da sociedade. Como algumas das decisões de política monetária impõem ônus para amplos segmentos da população, é somente prestando contas e se responsabilizando por seus atos que o gestor de política terá o respaldo necessário para implementar tais decisões. O termo comumente utilizado na literatura para designar essa prática é *accountability*. Esse termo, na visão dos cientistas políticos Lourdes Sola, Eduardo Kugelmas e Laurence Whitehead, é 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. (SOLA *et al*, 2002, p. 9, nota de rodapé n. 2)

A questão apontada na citação destacada é relevante para o caso brasileiro, principalmente porque vários aspectos da prática atual do BCB ainda não foram incorporados na Constituição – através da regulamentação do artigo 192 –, sendo regidos por decretos e circulares implementados a partir da adoção do regime de metas de inflação no país. Como exemplo, Andrade (2002) cita que a divulgação da *Carta Aberta ao Ministro da Fazenda* – documento que será detalhado no Capítulo 3 – foi estabelecida pelo Decreto no. 3088, de 21/6/1999 do governo brasileiro.¹⁸ Essa questão influencia a comunicação do BCB no seu aspecto regimental, mas uma abordagem mais detalhada acerca desse aspecto foge do foco de análise proposto nesta dissertação e, por isso, não será adotada. Neste capítulo a ênfase é dada ao

¹⁸Andrade (2002) faz uma discussão mais detalhada sobre essa questão legal e cita outros exemplos além do que foi citado acima. O referido Decreto pode ser encontrado no endereço <<http://www.bcb.gov.br/?METASNORMA>>.

outro argumento da comunicação dos BCs, qual seja, o de influenciar os mercados em direção e magnitude suficientes para que determinados objetivos sejam alcançados.

Antes de se avançar na análise da relação dos BCs com os mercados financeiros, deve-se fazer um alerta. A comunicação é um processo e, nessa condição, não constitui um fenômeno estático. É um fenômeno dinâmico, como sugere o teórico da comunicação David Berlo (1972, p. 29), o que implica que o agente A é, ao mesmo tempo, emissor e receptor, o mesmo valendo para o agente B. Essa implicação também vale para a relação comunicacional entre os atores estudados nesta dissertação. Se, por um lado, o BC é o emissor nato nessa relação, por outro também busca informações e avaliações provenientes dos mercados, o que também o caracteriza como receptor. Apesar dessa realidade, as análises que se seguem apresentam apenas o BC na ponta emissora do processo, o que é feito unicamente com o intuito de possibilitar uma melhor análise de um objeto de estudo multifacetado como o é a comunicação. Essa dimensão será compreendida melhor no Capítulo 4.

2.2. Regimes de política monetária e comunicação dos bancos centrais

2.2.1. Complexidade comunicacional e regimes de política

A comunicação em política monetária, tema deste trabalho, manifesta-se através da transmissão, recepção, decodificação e interpretação de informações entre BCs e mercados. Tal processo é parte integrante de um contexto mais amplo, qual seja, o da comunicação humana que, nas palavras de Littlejohn (1982), é um “processo ubíquo e complexo”. Mais adiante, no Capítulo 4, serão discutidas algumas questões mais específicas acerca de processos intrínsecos à comunicação como um fenômeno geral e sujeito a vieses e ruídos. Neste primeiro momento, contudo, cabe analisar as condições sob as quais a comunicação em política monetária 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, ao contrário, estão relacionados a processos comunicacionais mais complexos. Por exemplo, modelos como o *currency board* tornam o BC 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.¹⁹ Regimes como o de metas de inflação (*inflation targeting*), 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 moldadas 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 comunicados da autoridade monetária, fontes de sinais a serem interpretados pelos agentes privados, como ilustram os exemplos apresentados para os EUA, neste e no próximo capítulo.²⁰ A *Figura 1* relaciona regimes de política com complexidade da comunicação entre BC e mercado.

Fonte: Blinder *et al* (2001, p. 10).

¹⁹Vale 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 federal local. Essa cláusula foi acionada em momentos como o do início de 1995, como resposta aos efeitos da crise mexicana. Vide entrevista com Arnold Harberger em Levy (1999), para maiores detalhes.

²⁰Não necessariamente a ausência de metas que ancoram as expectativas dos agentes nesses regimes resultará em uma comunicação ininteligível. O Fed, por exemplo, a despeito de utilizar um regime discricionário com mandato duplo, é considerado um banco muito previsível, como será discutido no Capítulo 3.

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 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 BC enquanto gerenciador de expectativas é crescente com o aumento de flexibilidade do regime monetário. Quanto mais flexibilidade houver, mais importante será o papel das expectativas nos resultados de política monetária.

Não se pretende, nesta dissertação, discutir com detalhes cada regime monetário, mas, dada a prática vigente na realidade brasileira, o regime de metas de inflação merece um espaço adicional para análise, o que será feito a seguir. Ademais, a pesquisa de campo realizada como parte desta pesquisa refere-se à política monetária no Brasil. Temas como a melhor medida de inflação, o valor da meta e a magnitude de seu intervalo de tolerância e o cálculo do núcleo de inflação, entre outros de natureza técnica, naturalmente influenciam a comunicação dos BCs com o público, mas não serão tratados neste trabalho, uma vez que a ausência de sua análise pouco restringe a discussão que aqui se pretende fazer.

2.2.2. O regime de metas de inflação

Muitos dos custos da inflação surgem em virtude das incertezas a ela associadas, mais do que do seu nível. Tais incertezas dificultam decisões de poupança e investimentos de longo prazo, exacerbam a volatilidade dos preços relativos e aumentam os riscos associados a contratos financeiros e salariais estabelecidos em termos nominais e sem indexação. Além disso, incertezas acerca das intenções do gestor de política (assimetria informacional) também podem induzir à volatilidade nos mercados financeiros. É nesse contexto que se insere o regime de metas de inflação (BERNANKE e MISHKIN, 1997, p. 106).

A partir de sua implementação na Nova Zelândia, em 1990, o regime de metas de inflação passou a representar uma das tendências recentes em política monetária. Sua característica básica é o anúncio público de uma meta de médio prazo para a taxa de inflação e o

comprometimento institucional do BC na consecução dessa meta. Adicionalmente, tem-se a ênfase na prestação de contas dos gestores e na comunicação das autoridades monetárias com o público e os mercados, de modo que os agentes tenham acesso à divulgação dos planos, objetivos e decisões de política. Tais decisões, por sua vez, são guiadas por desvios das previsões futuras de inflação em relação à meta e, por isso, tais previsões atuam como meta intermediária, implícita ou explícita, de política monetária.²¹

É nesse contexto que 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. Assim, ao caracterizar o regime de metas inflacionárias como um regime no qual o BC age de acordo com possíveis divergências de previsões de inflação em relação à meta, o autor o define como um “regime de metas de projeção de inflação” (*inflation forecast targeting*).

A caracterização exposta acima, contudo, não permite que o regime seja visto como uma regra mecânica na qual o instrumento de política é ajustado automaticamente quando as projeções de inflação se desviam da meta, e em magnitude suficiente para fazer com que esse desvio seja eliminado imediatamente. A literatura e a realidade têm apontado que desvios (em relação aos valores de referência) tanto de inflação, quanto de produto, são considerados na função-perda dos BCs.²² Deve-se notar que esta não é uma característica exclusiva dos BCs que adotaram, formalmente, metas para a inflação; gestores de países com outros regimes de política também apresentam preocupações dessa natureza. Dois motivos principais explicam tal fato: (i) um gestor que perseguisse, invariavelmente, somente um dos objetivos de política monetária – estabilidade de preços ou emprego –, não teria legitimação política da sociedade; e (ii) a taxa de inflação é influenciada, com defasagens, pelo hiato do produto que, por sua vez e também com defasagens, sofre influência dos instrumentos de política.

Para citar um exemplo que ilustra a preocupação em relação ao nível do produto na tomada de decisões da autoridade monetária, pode-se destacar que o BCB tem justificado a utilização da sistemática de metas ajustadas para a inflação alegando a necessidade de se evitar quedas acentuadas no produto. De acordo com essa sistemática, os efeitos primários de choques de

²¹Essa caracterização para o regime de metas de inflação assim como para outros regimes monetários, pode ser encontrada no último relatório anual do Fundo Monetário Internacional (2003, p. 118).

²²Para utilizar uma nomenclatura proposta por King (1997, p. 89), os BCs não são nem “*inflation nutters*” (dão peso somente à inflação) e nem “*employment nutters*” (peso somente ao produto).

oferta são acomodados – por razões que serão discutidas adiante –, evitando-se variações bruscas no nível de atividade. Ao fazer referências ao Comitê de Política Monetária (Copom), o Banco afirma que:

Quando as projeções indicam que a inflação está se distanciando acima da meta, o Copom avalia as causas do aumento das projeções para definir a trajetória de convergência da inflação para a meta pré-estabelecida, levando em conta o custo do ajuste, em termos de produto e renda, associado à existência da inércia inflacionária. Ou seja, o Banco Central não segue uma política de atingir a meta para a inflação a qualquer custo; o Banco Central leva em consideração a natureza e persistência dos choques e os custos associados sobre o nível de atividade. Para tanto, o Copom trabalha com o conceito de meta ajustada, onde, à meta pré-estabelecida pelo CMN [Conselho Monetário Nacional], adicionam-se a inércia da inflação herdada do ano anterior a ser acomodada naquele ano e o efeito primário do choque dos preços administrados por contrato e monitorados. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2003a)

A questão 3.4 da pesquisa de campo que será apresentada no Capítulo 5 captou que, ao se comunicar, o BCB transmite aos mercados a imagem de que se preocupa, em algum grau (média de 6,03, em escala de zero a dez), com a flutuação do nível de atividade (vide resultados reportados na *Tabela 8*, apresentada no Capítulo 5).

No que tange a (ii), Friedman (2002) aponta que o regime de metas de inflação tem sido, muitas vezes, associado unicamente à estabilidade de preços, mas que considerações acerca de variáveis reais não são incompatíveis com o regime. Segundo o autor, “*For practical purposes, targeting inflation means in the first instance targeting output – not because output necessarily matters for its own sake, but because output in relation to some capacity benchmark is what matters for inflation.*” Vale ilustrar esse argumento lembrando que, em setembro de 2004, o BCB reverteu sua política monetária alegando preocupações, entre outros fatores, com os efeitos inflacionários emergentes em um quadro de aquecimento da demanda e proximidade do limite de capacidade instalada em vários setores da indústria.²³

Diante do exposto nos parágrafos anteriores, pode-se afirmar que a velocidade de convergência das projeções de inflação à trajetória compatível com o cumprimento da meta, depende das preferências vigentes de inflação *vis-à-vis* outros objetivos do BC. Em termos mais técnicos, depende dos valores dos parâmetros de sua função-perda ou função-objetivo. Assim, o regime de metas de inflação deve ser analisado como uma estrutura na qual a autoridade monetária dispõe de algum grau de descrição e flexibilidade na tomada de

²³Vide Banco Central do Brasil (2004c, 2004d).

decisões, o que o caracteriza como um regime de “discrição restrita”.²⁴ Essa flexibilidade existe porque o BC pode lidar com determinado desvio das projeções de inflação de várias maneiras, uma vez que a eliminação desse desvio tem implicações para as variáveis reais e, por isso, pode ocorrer mais ou menos rapidamente (FRACASSO *et al*, 2003, p. 1).

A gama de possibilidades de ação que se apresenta aos gestores, decorrente dessa flexibilidade, impõe algumas conseqüências para o anúncio da estratégia de política ao público. Uma estratégia precisa de política monetária deveria especificar como as ações da autoridade monetária são adaptadas às circunstâncias da economia. 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. O BCB expressa opinião similar, na qual destaca o papel da comunicação externa em política monetária. Segundo a instituição,

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.²⁵ (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2002, p.117)

A existência de algum grau de discricionariedade e os conseqüentes níveis de complexidade comunicacional daí decorrentes são características verificadas em qualquer BC que opera sob regime de metas de inflação. Entretanto, deve-se ressaltar que o regime não apresenta performance similar em todas as nações que o adotam, uma vez que países emergentes sofrem a influência de fatores não observáveis, total ou parcialmente, em países industrializados.²⁶ Uma comparação entre os dois grupos de países aponta para uma maior volatilidade da inflação, da taxa de juros e do produto nos emergentes, assim como para maiores e mais freqüentes desvios da inflação em relação à meta de seus BCs. Na opinião de Fraga *et al* (2003, p. 3), esse desempenho relativamente pior se deve à presença de instituições frágeis e

²⁴Segundo a denominação utilizada em Bernanke e Mishkin, 1997; Bernanke *et al*, 1999 e Mishkin, 2004a.

²⁵Vale destacar que essa citação é ilustrativa da abordagem teórica vista na seção 1.3, em especial aquela contida em Romer e Romer (1996), que destacam a presença de fatores como experiência e habilidade pessoal dos gestores na condução da política monetária.

²⁶De acordo com relatório do FMI, atualmente 21 países adotam, formalmente, o regime de metas de inflação. Vide Fundo Monetário Internacional (2003, p. 118).

credibilidade imperfeita da autoridade monetária, assim como à natureza e magnitude dos choques aos quais os emergentes estão frequentemente sujeitos. Adicionalmente, esses países estão sujeitos à dominância fiscal, financeira e externa, que exercem influência negativa sobre a percepção acerca do comprometimento dos gestores com as metas e, portanto, sobre os resultados de política (FRAGA *et al*, 2003; MISHKIN, 2004a).

De acordo com o modelo de Fraga *et al*, sob credibilidade imperfeita e ocorrência de choques, a taxa de inflação convergirá mais lentamente em direção à meta e o hiato de produto preexistente será reduzido, uma vez que as expectativas de inflação do setor privado tenderão a ser majoradas, comparativamente ao que seriam sob credibilidade completa. Tal tendência resulta da atribuição, por parte do público, de uma probabilidade positiva de que a autoridade monetária renegará seu comprometimento com a meta de inflação estabelecida ou que não responderá adequadamente a choques que causem desvios em relação àquela meta. Os autores concluem que, se houvesse plena confiança nos gestores, a inflação convergiria rapidamente e nenhuma redução de produto seria necessária na presença de choques.²⁷

A literatura prega respostas diferenciadas aos choques sofridos pela economia, de acordo com sua natureza, o que gera conseqüências para a comunicação entre o BC e o público. Choques de demanda resultam em taxa de inflação e crescimento do produto variando na mesma direção, o que exige ação das autoridades, através de seu instrumento de política. Choques de oferta, contrariamente, tendem a gerar variações dessas duas variáveis em direção oposta, o que exige uma acomodação de política em um primeiro momento. A acomodação dos efeitos primários em resposta a essa última categoria de choques, comuns nos países emergentes, deve ser percebida pela sociedade como prática adequada e não como falha de interpretação e análise dos gestores, ou ainda como ausência de determinação e comprometimento destes com a estabilidade de preços. Para isso, o BC precisa convencer o público de que suas análises em relação à natureza do choque inflacionário estão corretas, assim como sua resposta de política.²⁸

²⁷Uma questão não aprofundada pelos autores refere-se ao conceito de plena confiança que utilizam. Uma questão que merece alguma reflexão é que dificilmente esse conceito seria materializado na prática dos BCs.

²⁸A identificação da natureza e mesmo da existência de choques, contudo, não é tarefa trivial na presença de incertezas e defasagens de política, como bem o adverte Delfim Netto (1999, p. 371): uma taxa de crescimento do produto considerada exagerada, por exemplo, tanto pode ser resultado de um choque de demanda quanto de estímulos de política gerados no passado.

Diante do exposto, a comunicação externa apresenta desafios adicionais aos BCs de países emergentes, mesmo os que adotaram o regime de metas de inflação. Tais países estão sujeitos à percepção de bancos centrais com credibilidade mais fraca e a constantes choques cujas respostas de política podem gerar interpretações equivocadas por parte do público. Tais problemas impõem a suspeita constante, por parte do setor privado, de descumprimento da meta estabelecida ou percepção de que o BC não é capaz de responder adequadamente aos choques existentes – o que pode minar o próprio regime de metas de inflação. Nesse contexto, transparência e comunicação com o público surgem como elementos cruciais na melhora das percepções dos agentes, na construção de credibilidade da autoridade monetária (vide resultados da questão 2.5 do questionário proposto, reportados na *Tabela 3* do Capítulo 5) e na redução dos custos (em termos de queda do produto), decorrentes de ações de política.

Conforme já se destacou, a questão das expectativas de inflação do setor privado é crucial para o regime de metas de inflação, uma vez que influenciam os resultados efetivos dos índices de preços. Por isso, a autoridade monetária deve agir com vistas a influenciar tais expectativas, mantendo-as em trajetória favorável ao alcance da meta de inflação, ao menor custo possível. O BCB enfatizou esse aspecto ao justificar o aperto monetário logo nos dois primeiros meses da gestão do Presidente Lula, alegando que:

A aceleração inflacionária que se enfrentava [no início de 2003], entretanto, não era resultado apenas de um choque externo, tampouco representava um desvio temporário da trajetória de longo prazo da inflação que se reverteria autonomamente. Era um fenômeno que tinha relação direta com a deterioração das expectativas dos agentes privados e, como tal, exigia uma atuação firme da autoridade monetária, pois o sucesso em reverter desde cedo tal processo de deterioração de expectativas seria crucial para minimizar o sacrifício de produto necessário para a estabilização.²⁹ (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2004a, p. 9)

Percebe-se, com o exposto nesta subseção, que as expectativas privadas constituem insumo relevante para o arcabouço do regime de metas de inflação. A partir dessas expectativas, os BCs tomam decisões que garantem a convergência dos indicadores de preços à meta estabelecida. Tais ações, contudo, devem ser percebidas como críveis pelo público, de modo que sua resposta, em termos de formação de preços, seja favorável aos objetivos dos gestores de política. Caso não sejam percebidas como dignas de credibilidade, tais ações não terão

²⁹ A meta da taxa de juros básica foi alterada para 25,5% em janeiro e 26,5% em fevereiro de 2003, ante 25% em dezembro do ano anterior. Tal taxa de juros é a taxa média dos financiamentos diários, com lastro em títulos públicos federais, apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic). Essas medidas, logo no começo do mandato, tiveram impactos positivos em termos de sinalização de comprometimento da nova gestão com a estabilidade de preços, principalmente porque pairavam dúvidas acerca de uma possível guinada na condução da política econômica.

efeito prático na magnitude desejada. Mas a questão das expectativas não é crucial apenas para o regime de metas de inflação e, por isso, merece uma discussão mais generalizada, o que será feito na próxima seção. Deve-se adiantar, porém, que o mero estabelecimento de canais de comunicação não é suficiente para garantir que os objetivos de política sejam sempre atingidos, conforme ficará evidenciado nos próximos capítulos.

2.3. Influência da comunicação nas expectativas dos mercados

2.3.1. Expectativas acerca da política monetária futura

Além da responsabilização e prestação de contas, a comunicação entre BC e mercado financeiro é justificada pelo fato de que este último constitui canal de transmissão de política. Os BCs detêm controle somente sobre a meta da taxa oficial de juro, mas a efetividade de mudanças no *target* dessa taxa é dependente do impacto que tais mudanças têm sobre outras variáveis financeiras que exercem influência sobre a demanda agregada, tais como os juros de longo prazo, a taxa de câmbio e os preços de ações; o vínculo entre essas variáveis com horizontes temporais distintos envolve as expectativas dos mercados.³⁰

Para influenciar tais expectativas, *policymakers* devem tentar fazer com que os mercados entendam suas ações, acreditem que sejam as mais adequadas e ajam na mesma direção e em magnitude suficiente 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) destacam que a maior parte da comunicação dos BCs é direcionada, ainda que não somente, aos mercados financeiros.³¹

Acadêmicos como Alan Blinder e Laurence Meyer, que tiveram a oportunidade de vivenciar a política monetária no seu aspecto prático – como membros executivos do Fed –, destacam o papel da comunicação entre BC e mercados na formação de expectativas. Fatos que possam

³⁰Veja, por exemplo, Blinder, 1999a; Guthrie e Wright, 2000; Andersson *et al.*, 2001; Blinder *et al.*, 2001; Meyer, 2001; Walsh, 2001; Woodford, 2001; Amato *et al.*, 2002; Issing, 2002; Banco Central do Brasil, 2003b e Le Heron, 2003.

³¹Agentes envolvidos diretamente na formação de preços e salários nos mercados de bens e serviços também constituem audiência dos BCs, conforme visto no Capítulo 1. 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.

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 partes é fundamental para uma análise de política monetária contemporânea. 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 BCs e mercados e aponta quatro aspectos – relacionados entre si – que devem ser considerados no estudo da política monetária.³² 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.³³ A formação das taxas longas de juros depende das expectativas dos mercados em relação às intenções futuras dos gestores, como será visto adiante. Por isso, a segunda característica reflete a busca, por parte dos mercados, de insumos para tomada de decisões em “qualquer coisa” que possa conter informações, tais como declarações de *policymakers*.

O terceiro aspecto apontado na citação 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. Não necessariamente, porém, os resultados serão ótimos nas decisões que os agentes tomam de forma rápida.

³²Meyer adquiriu a prática de *policymaker* na função de diretor de um BC cujo regime de política era e é discricionário. Tal fato, contudo, não reduz a relevância das características levantadas pelo autor como intrínsecas também a outros regimes pautados pelo papel das expectativas dos mercados.

³³A literatura considera que, na realidade, são as taxas de juros reais que influenciam as decisões relevantes para a demanda agregada. Nesta dissertação, o termo juros está sendo utilizado sem a devida diferenciação entre taxa real e nominal. Tal fato justifica-se, pois, como os BCs não têm controle direto sobre os juros reais, utilizam o juro nominal para influenciar o real, valendo-se da regra na qual, para aumentar (reduzir) a taxa real, a autoridade monetária deve elevar (diminuir) o juro nominal mais do que proporcionalmente à elevação (queda) da inflação esperada.

A partir da reação rápida dos preços 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 e grau de incertezas relativas aos impactos dos sinais emitidos pelos gestores. Conforme já se destacou no Capítulo 1, alguns autores advogam que uma maior quantidade de informações disponibilizadas aos agentes econômicos – o que pode ocorrer, no contexto aqui analisado, por maior abertura dos BCs ou pela incorporação de novas tecnologias de comunicação – pode ter efeitos adversos ao que se espera e não necessariamente reduz o grau de incertezas existentes.

Neste trabalho não serão feitos julgamentos acerca de intervenções de BCs no mercado de ativos financeiros. Pretende-se sim, para os propósitos aqui estabelecidos, utilizar exemplos desse mercado para destacar o papel da comunicação da autoridade monetária sobre as expectativas dos agentes. Um desses exemplos pode ser encontrado naquele que talvez seja o mais famoso discurso na história dos bancos centrais. Na noite de 5 de dezembro de 1996, Greenspan pronunciou dois trechos que geraram nervosismo em mercados de todo o mundo:

Mas como saber se a exuberância irracional elevou indevidamente os valores dos ativos, que podem, então, ficar sujeitos a contrações inesperadas e prolongadas, como aconteceu no Japão na década passada? (...) Nós, como presidentes de bancos centrais, não precisamos nos preocupar quando uma bolha de ativos financeiros em colapso não representa ameaça de risco à economia real, sua produção, empregos e estabilidade de preços. (SICÍLIA e JEFFREY, 2000, p. 60; o sublinhado foi acrescentado para destacar os termos mais polêmicos)

Investidores interpretaram os termos “exuberância irracional” e “bolha de ativos financeiros” como o anúncio de que o Fed efetivamente identificara uma evolução especulativa descolada dos fundamentos do mercado acionário norte-americano. Sicília e Jeffrey (id., p. 61) lembram que, poucos minutos depois daquelas palavras, as negociações eletrônicas que ocorrem à noite registraram pressões baixistas nos mercados futuros, assim como nos mercados da Oceania, já abertos. A partir de então, uma onda de contágios atingiu mercados de todo o mundo, derrubando bolsas em vários países. Entretanto, os juros só foram elevados três meses depois,

quando o *Federal Open Market Committee* (FOMC) comunicou apenas que tal decisão teve como base riscos inflacionários advindos da demanda aquecida.³⁴

Dado que o aumento de juros não ocorreu em data próxima ao discurso de Greenspan, bem como o comunicado do FOMC não fez menção a bolhas, duas questões podem ser feitas: 1) existe alguma possibilidade de um BC preocupado com as reações do mercado emitir um comunicado no qual menciona, explicitamente, que um aumento de juros ocorreu para conter bolhas especulativas, mesmo que de fato o tenha sido?; e 2) existe a possibilidade de haver um problema de comunicação, seja do lado de Greenspan, ao utilizar um termo inadequado, seja do lado dos mercados, ao interpretarem equivocadamente seu pronunciamento?

Uma possível resposta – não necessariamente a única ou a mais adotada – à primeira dessas questões é que o BC, na condição de gerenciador de expectativas, esforçar-se-á para evitar termos com impactos negativos sobre sua audiência. Essa é uma audiência sujeita a formas de pânico, como reações exageradas (*overreact*) e comportamentos de manada (SHILLER, 2000; BIKHCHANDANI e SHARMA, 2001; BLINDER *et al*, 2001) e, por isso, cautela e prudência devem ser características presentes entre os dirigentes de BCs (BLINDER, 1999a, p. 78). O ponto de vista adotado nesta dissertação é o de que banqueiros centrais como Greenspan estão cientes disso e agem com a prudência necessária. A resposta à segunda questão, por sua vez, pode encontrar alguns subsídios em teorias que abordam o processo comunicacional, tema que será detalhado no Capítulo 4.

Para o momento, torna-se relevante entender como as expectativas em relação às ações futuras dos BCs operam na formação dos preços de mercado, qualquer que seja o regime monetário adotado. Esse é o objetivo das duas subseções seguintes, nas quais serão analisados três grandes segmentos do mercado financeiro: (i) o mercado de renda fixa, também chamado de mercado de dívida; (ii) o mercado de câmbio; e (iii) o mercado acionário. Cada um deles se relaciona com o outro e sofre influência das ações presentes e futuras (intenções percebidas) de política monetária.

³⁴Vide *Press Release* da reunião do FOMC realizada em 25/03/1997. Disponível em <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/general/1997/19970325/default.htm>>. A ata da reunião, divulgada posteriormente, corrobora os argumentos apresentados nesse *Press Release*.

2.3.2. Mercado de renda fixa e estrutura a termo da taxa de juros

O mercado de renda fixa, também conhecido como mercado de dívida (*debt market*) ou mercado de títulos, caracteriza-se pela negociação de instrumentos financeiros de curto, médio e longo prazo (maturidade). A relação entre taxas de juros 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 os juros variam com o alongamento do prazo das aplicações em renda fixa (GARCIA, 1997). A teoria padrão por trás dessa relação é denominada *teoria das expectativas da estrutura a termo*, ou somente teoria das expectativas (ROMER, 2001). Nessa teoria, taxas longas são formadas como uma média da taxa corrente de curto prazo e de taxas curtas esperadas para o futuro. Esse mecanismo será visto a seguir com mais detalhes, com base em Romer (*ibidem*, p. 474).³⁵

Considera-se, inicialmente, o problema de um investidor que deve decidir como investir R\$1,00, assumindo que não existam incertezas acerca das taxas de juros futuras e que os juros tenham capitalização composta e contínua. Supõe-se que esse investidor, em t , coloque seu R\$1,00 em um *zero-coupon bond* com vencimento em n períodos.³⁶ Caso o investidor tenha como opção alternativa um investimento, por n períodos, em um título com vencimento a cada período, o equilíbrio para que não haja arbitragem ocorrerá somente quando os retornos dessas duas opções de investimento forem iguais, ou seja:

$$i_{t,n} = \frac{i_{t,1} + i_{t+1,1} + \dots + i_{t+n-1,1}}{n} \quad (2.1)$$

onde $i_{t,n}$ é taxa de juros, por período, paga pela primeira opção de investimento (*zero-coupon bond*), realizado em t com prazo igual a n . O segundo termo expressa o retorno médio em cada período referente à segunda opção de investimento (seqüência de títulos com vencimento

³⁵Para uma análise mais complexa da ETTJ e da teoria das expectativas, veja Shiller (1990).

³⁶O *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.

a cada período).³⁷ Com incerteza acerca das taxas futuras de juros, prevalecerão as expectativas dos investidores. Assim, a equação (2.1) é modificada para:

$$i_{t,n} = \frac{i_{t,1} + E_t i_{t+1,1} + \dots + E_t i_{t+n-1,1}}{n} + \theta \quad (2.2)$$

onde $E_t(\cdot)$ denota a expectativa condicional às informações disponíveis no período t . Com incerteza, as estratégias de aquisição de um título com vencimento no n ésimo período e de seqüência de títulos de 1 período envolvem diferentes riscos, o que é refletido através da inclusão de θ , que representa o “prêmio pelo prazo” (*term premium*) exigido para o carregamento de um título de longo prazo. Por simplificação, esse termo é assumido constante.

A equação (2.2) indica que mudanças nas taxas de juros de qualquer maturidade ($n \geq 1$) serão determinadas por alterações ou nas taxas de curto prazo ou nas expectativas das taxas futuras de curto prazo. Ao se comunicar com os mercados, a autoridade monetária tem a capacidade de afetar tanto as taxas curtas – através de alterações na meta da taxa básica, que afetam as reservas bancárias –, quanto as expectativas dos agentes – através de mensagens e sinais acerca de suas intenções futuras. Fatores como as condições da oferta e da demanda agregadas influenciam a curva de juros na medida em que tais condições se refletem na taxa de inflação e, conseqüentemente, nas ações futuras dos BCs (CARNES e SLIFER, 1991; HARPER, 2003). Tudo dependerá, porém, das percepções dos participantes do mercado sobre essas ações futuras. Roley e Sellon (1995) advogam que a relação entre ações de política e taxas longas pode ser bastante variável, pois dependem do quão persistentes são percebidas as ações da autoridade monetária. Este ponto será explicado melhor nos próximos parágrafos.

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. Não necessariamente, porém, aumentos (reduções) nas taxas básicas resultarão em elevações (quedas) das taxas de todas as maturidades. A depender da forma como os participantes de

³⁷A primeira opção renderá ao investidor um retorno dado por $\exp(ni_{t,n})$ e a segunda um retorno dado por $\exp(i_{t,1} + i_{t+1,1} + \dots + i_{t+n-1,1})$. Igualando esses dois retornos, chega-se ao resultado apresentado em (2.1).

mercado interpretam mudanças de política monetária, é possível que existam situações nas quais a curva de juros não apresenta o formato considerado normal. Na *Figura 2* são representadas algumas das várias situações possíveis para o formato da ETTJ: (i) inclinação negativa (curva I); (ii) inclinação positiva para maturidades pequenas e horizontalidade para maturidades maiores (curva II); e (iii) declinante para as maturidades mais próximas e horizontalidade para maturidades mais longas (curva III).³⁸

Figura 2 - representação da ETTJ

Fonte: Elaboração do autor.

Uma descrição facilitará o entendimento aqui desejado. Na *Figura 2*, inicialmente os juros curtos de mercado (com menor maturidade) apresentam taxa no patamar indicado pelo ponto A. Na ocorrência de elevação da taxa básica de juros – por exemplo, como resposta a riscos inflacionários –, esses juros também serão elevados, pois a conexão destes com a taxa básica do BC é direta (CARNES e SLIFER, 1991; ROLEY e SELLON, 1995; BLINDER *et al*, 2001). A curva I representa um cenário em que os juros curtos de mercado são elevados para o ponto B, mas acredita-se que a contração monetária será temporária e bem-sucedida, de modo que, no futuro, haverá um relaxamento monetário. Este é um caso interessante, pois a curva que descreve a ETTJ tem um formato invertido ao que seria o normal, ilustrando que,

³⁸As situações apresentadas na *Figura 2* não são as únicas possíveis. Outras situações, inclusive combinações das três representadas na figura, podem ocorrer. Outra ressalva refere-se ao formato das curvas, que não necessariamente são lineares, como aqui apresentadas por simplificação: a inclinação da curva, em qualquer ponto, expressa o *spread* entre a taxa para a maturidade naquele ponto e a taxa para maturidades menores. Shiller (1990, p. 645) alerta que a ETTJ pode ter um formato côncavo, o que indicaria que termos intermediários estariam associados a taxas mais elevadas.

mesmo com uma elevação dos juros básicos, os juros longos podem até mesmo cair. A curva II representa uma situação em que os juros curtos de mercado são elevados, desta vez para C, mas a percepção do mercado é de que elevações adicionais nos juros básicos serão necessárias no futuro próximo, até que, em determinado momento, sejam mantidos no mesmo patamar. A curva III ilustra uma elevação inicial dos juros curtos de mercado para o patamar D; os agentes, contudo, esperam uma reversão na política monetária.

As situações apresentadas acima ilustram que a magnitude da resposta das taxas longas a ações de política monetária dependerá da persistência esperada pelos agentes em relação às ações da autoridade monetária. 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 BC. 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 a de que é um indicador de expectativas inflacionárias (WALSH, 2001, p. 456). Dada a relevância das percepções na formação das expectativas e, portanto, dos preços de ativos financeiros e decisões dos agentes econômicos, o Capítulo 4 apresentará uma discussão em torno do papel das percepções no processo comunicacional.

Argumentou-se acima que ações de política influenciam as percepções e, portanto, as expectativas dos mercados, o que é materializado em instrumentos financeiros como a ETTJ. É possível também analisar a estrutura a termo sob uma outra ótica. Roley e Sellon (1995) destacam que, em qualquer instante do tempo, a ETTJ implicitamente incorpora a projeção dos agentes do mercado em relação ao *timing* e à magnitude de ações futuras do BC. Dito com outras palavras, os juros futuros contêm informação que antecipa o estado futuro da economia e as ações futuras da autoridade monetária. Por isso, quando os gestores de política efetivamente alteram a meta de juros básicos, a resposta dos juros longos dependerá de dois fatores: (i) da eficácia com a qual os agentes tinham antecipado a ação de política, e (ii) das revisões de suas expectativas em relação a ações futuras. Se as ações de política são totalmente antecipadas (esperadas) pelo mercado e nenhuma revisão é 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 BC, no *timing* em que ocorrem ou em sua magnitude, a resposta das taxas longas será grande.

A forma padrão utilizada para mensurar a surpresa dos mercados em relação a mudanças na meta dos juros básicos é feita a partir da regressão representada em (2.3). Originalmente, tal especificação foi utilizada por Cook e Hahn (1989):

$$\Delta i_{t,n} = \alpha + \beta_{t,n} \Delta Target_t + \varepsilon_{t,n} \quad (2.3)$$

onde $i_{t,n}$ tem o mesmo significado que tem na equação (2.1); $\beta_{t,n}$ 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.

Roley e Sellon (1995) criticam os trabalhos empíricos anteriores, pois, a partir de (2.3), tais trabalhos examinam a resposta dos juros longos a mudanças na meta do BC somente no dia em que tais mudanças ocorrem – ou, no máximo, nos dias imediatamente próximos às mudanças. A alegação dos autores é que a influência das ações da autoridade monetária pode ocorrer em um período maior de análise. Por isso, para examinar o “efeito antecipação” dos mercados, propõem um intervalo que se estende do dia seguinte à mudança anterior da meta de juros até o dia seguinte à mudança atual da mesma.³⁹ O alargamento do período de análise justifica-se pela revisão que os agentes fazem em suas expectativas no período entre as decisões dos BCs.

O estudo de Roley e Sellon (op. cit.), feito para os EUA, considera o período entre outubro de 1987 e julho de 1995. Os resultados encontrados indicam que a resposta das taxas futuras de juros é pequena em relação a mudanças no próprio dia ou no dia imediatamente posterior ao da mudança da *fed funds target*. 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. Em outras palavras, a efetividade de política depende das percepções dos mercados.

³⁹É como se, para o caso brasileiro, o período de análise se estendesse do dia seguinte à reunião do Copom do mês passado até o dia seguinte à reunião deste mês.

Para o caso brasileiro existem poucos trabalhos que têm a ETTJ como objeto de análise sob o contexto que aqui se desenvolve. Um desses trabalhos é o de Tabak (2003), que 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. O autor considera maturidades de 1 mês, 2, 3, 6 e 12 meses, assim como a mudança do regime cambial e a adoção de metas inflacionárias em 1999. Ao contrário do que sugerem Roley e Sellon, o período de análise para mensuração das mudanças nas taxas longas não é amplo. Os coeficientes de resposta dos juros em relação a mudanças na meta da Selic são positivos e estatisticamente diferentes de zero para todas as maturidades. Os coeficientes das *dummies* (de mudança de regime, a partir de janeiro de 1999) adicionadas à especificação apresentada em (2.3), por sua vez, também são significativos para todos os prazos. Contudo, tais coeficientes apresentam sinais negativos, indicando um amortecimento (*dampening effect*) das mudanças nas taxas básicas sobre as taxas de prazos superiores.⁴⁰

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, às ações de política monetária.⁴¹

Pode-se acrescentar a essa interpretação de Tabak para o “efeito amortecimento” algumas conexões com a discussão apresentada em torno da *Figura 1*. Com a movimentação do BCB em direção a regimes mais flexíveis de política monetária, a partir de 1999, a resposta dos juros em relação a mudanças na taxa básica passou a sofrer influência direta das características relacionadas ao novo regime. Deve-se destacar, mais uma vez, a relevância do processo comunicacional, uma vez que, se os agentes não compreenderem o regime de política vigente, recebendo informações e explicações, as antecipações de ações futuras do BC serão feitas com imperfeições.

⁴⁰A especificação apresentada em (2.3) apresenta um termo de intercepto. Tabak encontra insignificância estatística para esse coeficiente, para todas as maturidades consideradas.

⁴¹Se o grau de antecipação fosse total, o coeficiente β de (2.3) seria estatisticamente igual a zero, ou seja, os mercados não reagiriam a mudanças na meta das taxas oficiais, pois tais mudanças já teriam sido totalmente antecipadas (previstas). O mesmo raciocínio é válido para os resultados encontrados por Roley e Sellon, no estudo mencionado anteriormente.

A discussão sobre antecipação das ações do BC merece algumas considerações adicionais. Por um lado, os juros longos são formados a partir da percepção dos agentes acerca de políticas futuras. Por outro, os mercados antecipam as ações dos BCs, contribuindo para que a política desejada se efetive. Trata-se de uma relação de “ida-e-volta”. Issing (2002) defende que não há interesse, por parte dos gestores, de surpreender os mercados, pois o BC poderia ter sua credibilidade afetada e gerar aumento de incertezas. Por isso, a ocorrência de surpresas (ações não esperadas) será em situações associadas a mudanças rápidas nas condições econômicas e a eventos extraordinários, como o 11 de Setembro. Além disso, segundo o autor, é possível, “às vezes”, que a autoridade monetária tenha acesso à informação não obtida pelos mercados (uma assimetria informacional). Sob essas três circunstâncias, ações não antecipadas podem ocorrer. Conclui-se, com isso, que o grau de antecipação dos mercados – conforme visto nos estudos empíricos citados – não é máximo, pois a economia sempre está sujeita a circunstâncias não previstas.

Deve-se considerar também que essa relação de “ida e volta” não pode se expressar em uma política na qual, como afirma Blinder, a autoridade monetária “se esforce demais para agradar os mercados”, sempre corroborando suas projeções. Isso criaria um fenômeno no qual “o mercado reage exageradamente a percepções sobre o que o banco central *poderia* fazer e o banco central recorre aos mercados para orientação sobre o que *deveria* fazer” (Blinder, 1999a, p. 79; destaque no original). Woodford (2001, p. 19), na mesma linha de raciocínio, afirma que a validação das previsões do mercado por parte dos BCs cria uma situação em que não há âncora objetiva para as expectativas. Com isso, mudanças nas expectativas podem ser auto-realizáveis, desestabilizando variáveis nominais e reais. Daí a necessidade dos gestores explicarem as razões pelas quais tomaram determinada decisão de política, principalmente quando esta contraria as expectativas dos mercados.

2.3.3. Mercados acionário e cambial

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 em que 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 seria influenciando as expectativas dos juros futuros. Quanto mais elevadas forem tais expectativas, mais apreciada será a taxa de câmbio hoje, e o inverso também será válido.

Issing (2002) cita 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 pelo 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 nos ganhos das empresas e, portanto, nos preços das ações, como ficou bem evidenciado, na segunda metade dos anos 1990, com os desenvolvimentos no mercado acionário dos EUA.

No que tange à racionalidade do vínculo entre juros e preços de ações, os preços de 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).⁴²

A partir desse mecanismo, pode-se deduzir 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

⁴²Deve-se ressaltar, ainda, que reduções nos juros podem favorecer alguns setores corporativos e não outros. O mesmo vale para elevações nas taxas.

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, 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 BCs deveriam mover as taxas de juros sob sua competência em grandes magnitudes. Blinder *et al* (2001, p. 18) rejeitam esse argumento, 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, algumas das quais foram discutidas no capítulo anterior. 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 parecem fazer parte da pauta de trabalho dos BCs, como bem os sugerem as atuações do Fed em 1998 e do BCB na segunda metade da década de 1990, frente às crises da Rússia e do *Long Term Capital Management* (LTCM), e os programas de socorro bancário, respectivamente.

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 BCs como fator de explicação para os resultados obtidos nos mercados.⁴³ 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 para o fato de que os mecanismos que relacionam taxas de juros à 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.

⁴³A questão 2.1 da pesquisa de campo apresentada no Capítulo 5 mostra que outros fatores, além da política monetária, constituem explicação até mesmo mais relevante para o desempenho dos mercados.

Vale destacar, por fim, que as expectativas em relação a eventos futuros não dependem somente do melhor prognóstico possível que os agentes possam efetuar. Keynes ([1936], 1996, p. 160) advoga que a confiança deles em relação ao seu próprio prognóstico também é relevante, o que sugere a influência de elementos de natureza psicológica na formação das expectativas. Elementos dessa natureza devem ser considerados na comunicação dos BCs, principalmente porque sua audiência está sujeita a reações exageradas e comportamentos de manada. Esse tema será apresentado com mais detalhes no Capítulo 4.

2.4. Transparência e efetividade em política monetária

2.4.1. Transparência de bancos centrais

Mesmo que sejam consideradas as dificuldades intrínsecas à política monetária, inclusive por parte de quem a executa, 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 setor privado como um todo. Fenômenos dessa natureza são conhecidos na literatura econômica como *assimetria informacional*, neste caso, entre BC e setor privado. Nas últimas décadas – em especial a partir do trabalho em que Goodfriend (1986) refuta vários dos argumentos apresentados pelo Fed em favor da não-abertura de suas informações ao público – a literatura vem apresentando argumentos no sentido de diminuição ou eliminação de assimetrias em política monetária. Convém lembrar aqui que, conforme visto no Capítulo 1, Orphanides e Williams (2002) encontram persistência inflacionária como decorrência dessa imperfeição informacional. Outro efeito da assimetria de informação é que esta impõe à maioria dos agentes custos de busca e de monitoramento dos indivíduos com melhor informação (por exemplo, os chamados observadores dos BCs), o que gera peso morto à sociedade (WINKLER, 2000).

A resposta à redução de assimetria informacional tem sido dada sob forma de maior transparência dos BCs. Em seu significado mais imediato, esse conceito designa abertura (*openess*) da autoridade monetária à divulgação de ampla quantidade de informações ao

público.⁴⁴ Em relação a essa abertura, Geraats (2002) propõe a distinção de cinco aspectos: (i) abertura dos objetivos e preferências do gestor de política (*political transparency*); (ii) revelação dos dados analisados, modelos e projeções do BC (*economic transparency*); (iii) revelação de informação sobre a estratégia de política monetária e deliberações do Comitê de Política Monetária (*procedural transparency*); (iv) comunicação de decisões tomadas, como mudanças nos juros básicos e declarações acerca de ações futuras (*policy transparency*); e (v) abertura sobre a implementação de decisões, operações de intervenção no mercado e controle de erros (*operational transparency* ou *market transparency*). A maior parte dos autores que lidam com transparência de BCs utiliza uma abordagem relacionada ao primeiro dos aspectos destacados acima.⁴⁵

Uma outra taxonomia é encontrada em Hahn (2002), que propõe três tipos de transparência: (i) transparência de meta, que se refere aos objetivos (e seus pesos relativos) do BC; (ii) transparência de conhecimento, que descreve a publicação de dados e modelos utilizados pelos gestores e inclui a divulgação de projeções futuras; e (iii) transparência operacional, que se refere ao anúncio de decisões de política e à divulgação das atas das reuniões do Comitê de Política Monetária (CPM) e dos votos individuais de seus membros. Deve-se notar, e o próprio autor o faz, a possibilidade de equivalências entre sua classificação e a de Geraats (2002).

A literatura aponta vários benefícios associados à transparência da política monetária. Em primeiro lugar, os mercados conseguirão compreender melhor e apoiar as decisões tomadas pela autoridade monetária. Ao ser percebido como apto e desejoso de atingir a estabilidade de preços, o BC conseguirá ancorar as expectativas dos agentes e melhorar sua credibilidade junto ao público, atingindo maior grau de efetividade de política monetária (ROSS, 2002; BANCO CENTRAL EUROPEU, 2004b, p. 67). Esse ponto será abordado com mais detalhes na próxima subseção.

⁴⁴De acordo com o BCE, “*transparency means that the central bank provides the general public and the markets with all relevant information on its strategy, assessments and policy decisions as well as its procedures in an open, clear and timely manner*”. Essa definição encontra-se disponível no endereço: <<http://www.ecb.int/ecb/orga/transparency/html/index.en.html>>.

⁴⁵Geraats (2001, p. 9) apresenta sugestões bibliográficas relacionadas a cada um desses aspectos.

Outro argumento pró-transparência emerge a partir de uma outra tendência recente na política monetária: independência de BCs.⁴⁶ Muitas vezes, políticos, eleitores e mídia não compreendem as dificuldades intrínsecas à gestão monetária, como as que foram vistas no capítulo anterior, em especial a existência de defasagens e a necessidade de gradualismo. Por isso, podem tentar influenciar os gestores de política para que estes busquem ganhos de curto prazo às custas de perda de credibilidade e maior inflação futura (ROMER e ROMER, 1996; BLINDER, 1999a). Nesse contexto, a independência de BCs surge como fator de insulamento dos gestores das pressões políticas que os cercam. Estudos empíricos mostram as vantagens da independência, apontando uma correlação negativa entre esta e a taxa média de inflação para vários países (veja, por exemplo, CUKIERMAN *et al*, 1992; ALESINA e SUMMERS, 1993).⁴⁷ A contrapartida comumente utilizada para garantir a legitimidade democrática da independência tem sido o aumento do grau de transparência das ações da autoridade monetária (BLINDER, 1999a; WINKLER, 2000; GERAATS, 2002). Aqui é possível perceber uma intersecção entre transparência e *accountability*, conceitos que se reforçam para legitimar a independência dos BCs.⁴⁸

A despeito do entusiasmo pró-abertura dos BCs – 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, o da 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), afirmam que quanto mais transparente for o BC, maior será o volume de informações e sinais que emitirá, aumentando a volatilidade dos preços dos ativos financeiros.

Walsh (2001) expressa seu julgamento sobre esse tema, segundo o qual movimentos na direção de maior transparência são positivos, mas alerta para as dificuldades existentes na

⁴⁶Normalmente, a independência dos BCs é mensurada a partir de variáveis que procuram captar fatores, entre outros, como a forma pela qual os diretores são escolhidos para seus cargos e a possibilidade de veto ou controle direto de outras esferas do governo sobre as decisões de política. Destaca-se ainda que, sob esse contexto, independência dos BCs constitui uma solução para o problema do viés inflacionário, desde que o indicado para a chefia do BC seja reconhecidamente conservador (modelo de Rogoff), ou seja, avesso à inflação alta.

⁴⁷Blinder (1999a, p. 76) alerta para o fato de que a existência de uma correlação negativa entre independência e média inflacionária não garante relação de causa bem consolidada.

⁴⁸Vale destacar, contudo, que vários BCs 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 BCB. Tal fato encontra racionalidade nos argumentos que relacionam efetividade de política monetária à transparência, como os apresentados por Ross (2002), conforme será mais adiante.

estimação de custos e benefícios potenciais associados ao referido conceito.⁴⁹ Para o autor, transparência é um termo utilizado de muitas maneiras. Uma vez 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. Essa questão, não aprofundada por Walsh, abre espaço para uma discussão mais ampla acerca do conceito de transparência, o que também será feito no Capítulo 4.⁵⁰

2.4.2. Efetividade da política monetária: um argumento pró-transparência

A questão da efetividade de política costuma ser colocada no contexto da taxa de sacrifício imposta à sociedade, ou seja, quanto de desemprego (ou recessão) deve ser gerado por unidade de correção para baixo da taxa de inflação em direção à sua meta ou nível considerado ótimo. Sob tal contexto, uma política monetária eficiente será aquela que resultar em menor taxa de sacrifício, isto é, na menor queda possível no produto dada uma determinada magnitude de desinflação.⁵¹ A comunicação por parte dos BCs é relevante para que o sacrifício imposto seja o menor possível, uma vez que, ao explicitar ao público a meta ou nível ótimo, assim como as conseqüências temporárias das medidas contracionistas necessárias ao ajuste, os gestores terão mais chances de obter apoio político e, com isso, implementar tais medidas, conforme o que foi exposto anteriormente na discussão acerca de responsabilização e prestação de contas.

Já foi mencionado aqui que, ao ser transparente, o BC pode conseguir maior grau de efetividade de política. A elucidação da idéia contida na referida menção exige uma discussão acerca da efetividade da política monetária sob um ponto de vista diferenciado daquele apresentado no parágrafo anterior. É isso o que será feito nos próximos parágrafos. Ao discutir a relevância do fornecimento de informações dos BCs ao público e, em especial, aos participantes do mercado, Michael Woodford advoga que:

⁴⁹Vários autores vêm se dedicando à análise do grau ótimo de transparência dos bancos centrais. Vide Andrade (2002) e Edey e Stone (2004) para um sumário dos principais trabalhos sobre esse tema.

⁵⁰Conforme argumentos apresentados na seção 1.3 desta dissertação, imperfeição informacional também pode se manifestar no gestor de política. Normalmente, a literatura tradicional que lida com transparência em política monetária assume que imperfeições dessa natureza se manifestam apenas nos agentes do setor privado, o que implica que a abertura informacional ocorre como mera deliberação por parte da autoridade monetária. No Capítulo 3, ao se discutir o conceito de transparência sob uma perspectiva ampliada, será visto que os gestores de política também têm dificuldades para transmitir detalhes de seu processo decisório.

⁵¹Pode-se pensar, também, no sentido inverso, ou seja, na menor elevação possível da inflação dado um aumento no produto.

[...] there is a considerable reason to believe that monetary policy should be even more effective under circumstances of improved private-sector information. This is because successful monetary policy is not so much a matter of effective control of overnight interest rates, or even of effective control of changes in the CPI, so much as of affecting in a desired way the evolution of market expectations regarding these variables. If the beliefs of market participants are diffuse and poorly informed, this is difficult, and monetary policy will necessarily be a fairly blunt instrument of stabilization policy [...] (WOODFORD, 2001, p. 12).⁵²

A citação acima explicita o conceito de efetividade aqui utilizado, qual seja, o que se associa à obtenção, por parte dos BCs, de respostas, nas expectativas dos mercados, que estejam alinhadas, em direção e magnitude, aos objetivos dos gestores de política. Esse conceito encontra um equivalente na área da Comunicação, conforme será visto no Capítulo 4, com o que David Berlo (1972) chama de *fidelidade* no processo comunicacional.

Com o mesmo raciocínio de Woodford em mente, Sicsú (1999, p. 290) caracteriza uma política monetária eficiente como aquela que atende a três critérios: (i) persegue um objetivo não-ambíguo; (ii) cria o mínimo de contradição entre seus instrumentos e os da política fiscal; e (iii) emite o máximo de sinais aos agentes, a fim de estimulá-los a agir no mesmo sentido da direção apontada/adotada pelo BC.

Um testemunho compatível com o de Woodford e Sicsú é dado por Richard Lambert, membro do CPM do *Bank of England* (BoE, na sigla em inglês). O autor destaca a relevância da credibilidade para que haja efetividade de política, o que também é defendido nesta dissertação, mas, ao mesmo tempo, aponta a necessidade de uma boa comunicação externa para que essa efetividade seja obtida. Em suas palavras,

Today, as always, a central bank's effectiveness is largely determined by its credibility. But what that now requires is not just an ability to make the right decision at the right time. In order to manage expectations of interest rates and inflation, those decisions need to be put into context and explained in a way that is rational and consistent (LAMBERT, 2004).

Um dos objetivos da comunicação dos BCs é tornar suas ações compreendidas, de modo que possam ser antecipadas pelos mercados. Tal previsibilidade mostra-se relevante no sentido de que, se os agentes puderem antecipar as ações dos gestores, as variáveis financeiras incorporarão rapidamente as alterações (já esperadas) na política monetária. Tal fato, por sua

⁵²Dois esclarecimentos se fazem necessários em relação a essa citação: a) CPI é a sigla, em inglês, para o Índice de Preços ao Consumidor; e b) em regimes de metas inflacionárias, o sucesso da política monetária é mensurado, em última instância, pelo controle dos indicadores de preços, o que contraria o trecho no qual a relevância desse controle é minimizada pelo fato de que Woodford tem, como referência, um BC com regime discricionário, o Fed. Pode-se, contudo, utilizar os argumentos do autor como aplicáveis em outros regimes, como o de metas de inflação, no qual os BCs, ao se comunicarem com os mercados, procuram influenciar as expectativas destes últimos e, como consequência, os próprios indicadores de preços.

vez, acelerará a transmissão da política para as decisões de consumo e investimento, catalisando, com isso, os ajustes necessários (BANCO CENTRAL EUROPEU, 2004b, p. 68). Bernanke (2004), porém, a exemplo de outros autores, recomenda que a autoridade monetária não deve pautar sua comunicação para sinalizar apenas seus movimentos futuros imediatos. Uma vez que os preços dos ativos financeiros de longo prazo são afetados pela trajetória completa de taxas esperadas de curto prazo, conforme se mostrou na seção 2.3, os BCs devem divulgar informações relevantes para aquela trajetória, tais como seus objetivos de política.

O modelo apresentado a seguir é simplificado, em relação à situação real das operações no mercado aberto, mas possui alto poder explicativo para ilustrar a relação entre efetividade de política monetária e expectativas dos mercados, cujo papel na formação de preços financeiros foi discutido anteriormente. Tal modelo é apresentado em Sicsú (1999). A *Figura 3* representa uma operação expansionista no mercado aberto. No eixo vertical estão representadas as taxas de juros dos títulos públicos e, no eixo horizontal, a soma de moeda retida para a compra de títulos (M) – medida da esquerda para a direita – com a quantidade de títulos nas mãos dos detentores de dívida pública (B) – medida da direita para a esquerda. Uma vez que a soma ($M + B$) é fixa no modelo, quanto maior for o volume de moeda, menor será o de títulos e vice-versa. A função MB representa a oferta de títulos públicos, que é independente da taxa de juros. A função PL representa a demanda (preferência) por moeda e títulos dos investidores (agentes-especuladores, na nomenclatura de Sicsú); é negativamente inclinada indicando que, quanto maiores forem os juros, maior será a remuneração e o estoque retido de títulos públicos.

Os juros e a quantidade de títulos e moeda são determinados na interseção das funções MB e PL . Uma operação de compra no mercado aberto, por exemplo, é demonstrada pelo deslocamento da função MB para a direita (para MB'). Essa compra reduz a taxa de juros (de i' para i'') e aumenta a quantidade de moeda (de $M1$ para $M2$) no mercado, conseqüentemente, reduzindo a de títulos.⁵³

⁵³Implicitamente, assume-se no modelo que qualquer volume de títulos oferecidos pelo setor público será adquirido pelo setor privado, sem restrições impostas, por exemplo, pela existência de riscos de *default*.

Figura 3 - representação do mercado de títulos públicos

Fonte: Sicsú (1999).

Supõe-se, a seguir, uma outra situação, na qual uma autoridade monetária com boa reputação anuncie sua intenção de reduzir permanentemente a taxa de juros de i' para ii' , comprando papéis em poder do público em data futura. Tal anúncio, sendo visto como factível pelo mercado, afetará a função PL dos investidores, deslocando-a para a esquerda, até PL' . Os resultados são vistos na *Figura 4*, que ilustra os investidores procurando ganhos financeiros: acreditando na factibilidade do anúncio, os agentes demandarão mais títulos no mercado secundário para vendê-los, no futuro, às autoridades, a um preço maior do que o de compra. A maior demanda *hoje* por papéis gera elevação de seus preços e queda nos juros também *hoje*, antes da atuação no mercado aberto.

Se a redução correspondente nos juros não ocorrer na magnitude desejada pelos gestores de política, ou seja, para ii' , estes conseguirão fazê-lo com uma pequena operação de compra no mercado aberto, cujo montante é dado por $(M2 - M1)$ e não por $(M3 - M1)$, como o seria em condições nas quais as expectativas não fossem influenciadas. O diferencial $(M3 - M2)$ é a “parte do trabalho feita pelo mercado financeiro”.

Figura 4 - representação de mudanças nas expectativas dos agentes

Fonte: Sicsú (1999).

A partir do caso ilustrado na *Figura 4*, pode-se derivar uma situação limite, não abordada por Sicsú, na qual a função PL se desloca para PL'' , conforme ilustra a *Figura 5*. Neste caso, para atingir o patamar de juros de ii' , nenhuma operação no mercado aberto seria necessária: o BC teria conseguido atingir seu objetivo apenas persuadindo os mercados, informando-lhes suas intenções e influenciando suas expectativas. O mercado faria todo o trabalho necessário para alterar o preço relevante da economia, neste caso, a taxa de juros. É de se esperar, contudo, que uma situação em que seguidos anúncios são feitos sem a correspondente atuação no mercado de títulos, em algum momento resulte em: (i) perda de credibilidade das autoridades; e (ii) perda de influência sobre as expectativas dos agentes, o que é representado pelo não deslocamento da curva PL frente a declarações com sinais de atuação futura.

Guthrie e Wright (2000), no entanto, encontram, para a Nova Zelândia, um resultado que contradiz a hipótese apresentada acima. Os autores analisam a política monetária do *Reserve Bank of New Zealand* (RBNZ), instituição que possui elevado grau de credibilidade – entre janeiro de 1989 e setembro de 1997. Na sequência de declarações inesperadas feitas pelo presidente do BC neozelandês (com sinal de contração futura) são encontradas respostas (estatisticamente significantes) das taxas de juros de todas as maturidades, que se elevam, e apreciação da moeda local, sem que, concomitantemente, tivessem ocorrido operações no mercado aberto. Tais anúncios continham sinais de que as taxas de juros do mercado não eram aquelas desejadas pelo Banco para gerar a taxa de juros real necessária para manter a

inflação dentro da meta estipulada. Em virtude dessa capacidade de influência, declarações e anúncios constituem as *open mouth operations*, termo que faz contraposição às *open-market operations*.⁵⁴ Em linha com esse trabalho, mas a partir de um estudo realizado para a Suécia, Andersson *et al* (2001) encontram evidências que apontam o impacto estatisticamente significativo de pronunciamentos de diretores do *Riksbank* (o BC local) na ponta longa da ETTJ sueca.⁵⁵

Figura 5 - representação de mudanças nas expectativas dos agentes sem operações no mercado aberto

Fonte: Elaboração do autor.

De volta ao modelo proposto por Sicsú (1999), percebe-se que o autor chama a atenção para a necessidade de que o anúncio seja visto como factível. Mesmo que o seja feito por um BC com reputação até então, tal política anunciada teria efeito reduzido ou contrário ao desejado, caso fosse vista como não factível.⁵⁶ Portanto, a credibilidade já conquistada pode não ser suficiente para a obtenção de efeitos desejados, caso a comunicação entre as partes apresente mensagens ou sinais não convincentes.

⁵⁴Dois aspectos devem ser ressaltados: o primeiro é que, sem o efeito liquidez, já que não ocorrem operações no mercado aberto concomitantemente, a elevação dos juros geraria um excesso de moeda na economia. Tal excesso, contudo, é “acomodado quase que completamente” pelo RBNZ, dadas algumas características específicas da política monetária local. O segundo aspecto é que o mercado está ciente da taxa de juros desejada pelo BC para o cumprimento de determinado objetivo, ou seja, tal taxa e os objetivos de política são amplamente comunicados ao público. Para maiores detalhes sobre ambos os aspectos, vide Guthrie e Wright (2000).

⁵⁵Um dos problemas associados a esses trabalhos e outros do gênero encontra-se na construção das variáveis *dummies* associadas à extração do sinal (aperto ou afrouxamento monetário) contido nos pronunciamentos. Vide Guthrie e Wright (2000) e Andersson *et al* (2001) para maiores detalhes.

⁵⁶Vide Sicsú (1999) para maiores detalhes.

2.5. Considerações Finais

A *Figura 5* ilustra uma situação caracterizada por extrema eficiência da política monetária anunciada pelas autoridades. Mensagens e sinais provenientes dos BCs podem estar contidos sob outros formatos que não os de anúncios de intenções. No processo comunicacional com os participantes do mercado, objetivos, percepções acerca do estado, estrutura e funcionamento da economia, métodos, projeções, relatórios e decisões de política representam INFORMAÇÃO, o principal insumo utilizado na tomada de decisões privadas. A intenção dos gestores ao gerar tal insumo é a de influenciar, em direção e magnitude, as ações dos agentes. No próximo capítulo serão vistos alguns dos canais pelos quais tal influência se dá. Entretanto, nem sempre essa influência se verifica da forma desejada, *ex ante*, pelas autoridades.

CAPÍTULO 3 – DA TEORIA PARA A PRÁTICA DA COMUNICAÇÃO DOS BCs

3.1. Introdução

No capítulo anterior, analisou-se a relevância da comunicação em política monetária, reconhecida tanto por pesquisadores como pelos próprios BCs. Nesse contexto, o papel da transparência da autoridade monetária surge como elemento essencial para que se alcancem níveis elevados de eficiência de política.

Neste capítulo procura-se dar um salto da teoria para a prática da comunicação dos BCs. Uma forma de se fazer isso é apresentar como a autoridade monetária efetivamente se comunica com o público em geral e, em especial, com o mercados, influenciando suas expectativas. Nas próximas seções serão analisados quatro BCs, selecionados por serem os mais citados na literatura que aborda comunicação em política monetária: o *Federal Reserve* (Fed), o Banco Central Europeu (BCE), o *Bank of England* (BoE) e o *Reserve Bank of New Zealand* (RBNZ).⁵⁷

Na breve análise que se faz das instituições internacionais, não se pretende discutir a evolução das estratégias comunicacionais de cada uma delas, como fazem Blinder *et al* (2001), para os quatro BCs citados, e Ross (2002), para os três primeiros BCs. Com essa análise, pretende-se destacar os principais canais de comunicação utilizados por essas instituições, o que será útil para concluir, mais adiante, que o BCB tem adotado várias das práticas comunicacionais mais utilizadas entre os BCs.⁵⁸ Na comparação com instituições similares, a autoridade monetária brasileira tem obtido boa avaliação, como será visto no Capítulo 5.

Nas próximas seções também será mostrado que, a despeito da disseminação rápida da “tecnologia comunicacional” dos bancos centrais, a passagem da teoria para a prática mostra

⁵⁷Um BC não analisado aqui, mas relevante no cenário internacional, é o Banco do Japão (BoJ, na sigla em inglês), que vem tentando, há vários anos, vencer o desafio de superar a deflação. Esse é um desafio bastante peculiar à economia japonesa e também à comunicação do BoJ, motivo pelo qual se optou, nesta análise, em não considerar aquele BC.

⁵⁸A elaboração desta parte do capítulo beneficiou-se, além das referências bibliográficas que serão mencionadas, dos recursos disponíveis nas páginas de cada um desses bancos, na internet. Os endereços são: <http://www.federalreserve.gov>, <http://www.ecb.int>, <http://www.bankofengland.co.uk> e <http://www.rbnz.govt.nz>, respectivamente para o Fed, o BCE, o BoE e o RBNZ. Todas as *homepages* foram consultadas ao longo do ano de 2004.

que são grandes as possibilidades de que existam problemas decorrentes do processo de transmissão e recepção de mensagens, entre autoridade monetária e mercados financeiros. Ao longo do Capítulo também serão apresentadas algumas evidências que sugerem o quão freqüentes são esses problemas, identificados como a ocorrência de respostas ou percepções, por parte do setor privado, que aparentemente não eram desejadas pelas autoridades, ao emitirem determinada mensagem.

3.2. A política comunicacional dos BCs

Em sua comunicação oficial com o público, os BCs têm, em geral, o intuito de atingir determinados objetivos relacionados à efetividade da política monetária, à prestação de contas à sociedade e ao exercício de seu papel de regulador e fiscalizador do sistema financeiro. A *política comunicacional* (ou *estratégia comunicacional*) da autoridade monetária ocorre através de vários canais, entre os quais se encontram os pronunciamentos e a concessão de entrevistas e audiências de seus diretores, atas de reuniões de política, relatórios de política monetária ou de inflação, trabalhos para discussão, manuais técnicos, cartilhas educativas, depoimentos de presidentes dos BCs no Poder Legislativo e, para o BCs que desempenham função reguladora ou supervisora, normas e regulamentos. Essa última função, conforme já mencionado anteriormente, não é objeto de análise desta dissertação.

Ao contrário do que o senso comum possa sugerir, um maior grau de transparência não implica, necessariamente, maior grau de previsibilidade das ações dos BCs. Ao comparar as expectativas dos mercados e as decisões de política efetivamente tomadas pelo Fed, pelo BCE e pelo BoE, Ross (2002) e Fels (2003) encontram evidências que apontam o primeiro BC como o mais previsível dos três, a despeito de sua conhecida opacidade. Esses autores analisam o período entre janeiro de 1999 e maio de 2002 e entre janeiro de 1999 e julho de 2003, respectivamente. Um julgamento com base apenas teórica conduziria qualquer analista a acreditar que o BoE – reconhecidamente bastante transparente – fosse o mais previsível.

3.2.1. Quatro BCs selecionados

Vale destacar, antes de se iniciar a apresentação das políticas comunicacionais dos BCs acima citados, que o BoE, o RBNZ e o BCB (que será analisado mais adiante) operam, formalmente, sob regime de metas de inflação. Dessa forma, a discussão geral apresentada na subseção 2.2.2 sobre *inflation targeting* é válida para esses exemplos. O BCE, por sua vez, opera com uma meta de inflação, mas não se classifica na categoria de BCs adeptos do regime de metas de inflação, da forma como este é tradicionalmente estruturado. O Fed opera sob regime discricionário com mandato duplo. Apesar das diferenças de regimes, é digno de nota que as políticas comunicacionais dos 5 casos estudados convergem para a adoção de práticas e de canais de comunicação muito parecidos, o que sugere uma tendência na forma de se fazer política monetária atualmente.

3.2.1.1. Federal Reserve System

Nos últimos anos, o BC da principal economia do mundo vem realizando esforços em direção à maior abertura de seus processos internos.⁵⁹ As oito reuniões (pré-anunciadas) anuais do FOMC são seguidas da divulgação, na página do Fed na internet, de pequenas notas à imprensa. As atas são divulgadas três semanas após a realização de cada reunião, assim como são divulgados os votos individuais de cada membro do FOMC. Ademais, as notas e as atas contêm uma indicação futura qualitativa do “balanço de riscos” percebido pelo FOMC em relação à estabilidade de preços e ao crescimento sustentável – os dois objetivos de política.⁶⁰ As transcrições das reuniões são divulgadas com defasagem de 5 anos.

No que tange às publicações do BC norte-americano, uma das mais importantes é o Livro Bege (*Beige Book*) que, divulgado oito vezes ao ano, apresenta informações quantitativas e qualitativas sobre as condições econômicas correntes de cada um dos doze distritos regionais que compõem o *Federal Reserve System*. Trabalhos para discussão e indicadores estatísticos também são disponibilizados por cada um dos distritos, sempre através da internet.

⁵⁹Para um detalhamento sobre as principais medidas tomadas pelo Fed em direção à maior transparência, vide Poole (2004).

⁶⁰Oficialmente, os dois objetivos de política são estabilidade de preços e pleno-emprego. Esse duplo objetivo pode gerar eventuais ambigüidades que, por sua vez, procuram ser dissipadas pelos gestores, que afirmam que esses objetivos devem ser lidos, respectivamente, como estabilidade de preços e nível máximo não-inflacionário de emprego. Vide Meyer (2001), por exemplo. Além disso, o “balanço de riscos” do FOMC faz menção à estabilidade de preços e ao crescimento sustentável. Blinder *et al* (2001, p. 70), porém, recomendam que o Banco traduza o termo “estabilidade de preços” em uma meta específica ou intervalo.

A atual gestão do Fed, contudo, tem os discursos de seu presidente como característica marcante, frequentemente acompanhados com atenção pelos participantes do mercado. Além dos pronunciamentos que faz, Greenspan deve prestar depoimento semestral perante o Congresso, evento para o qual é preparado um relatório sobre o estado da economia e a política monetária. Tais pronunciamentos e depoimentos costumam estar cercados de expectativas dos agentes em torno das ações de política monetária, com impactos nos mercados, conforme evidências encontradas recentemente por Kohn e Sack (2003). Blinder *et al* (2001, p. 65, nota de rodapé 66) destacam ainda que o presidente do BC dos EUA dificilmente concede entrevistas gravadas e atende apenas a jornalistas selecionados.

Mas, a despeito dos esforços comunicacionais dos últimos anos, o Fed continua sendo considerado pouco transparente. Nas palavras de Blinder *et al* (2001, p. 65), apesar dos movimentos em direção à maior transparência, “[*the attitude of*] the US Federal Reserve toward communication is somewhat schizophrenic. In a real sense, the Fed’s transparency glass is both half full and half empty”. Os autores atribuem a atual estratégia comunicacional do Fed ao que chamam de “padrão Greenspan”, dado o grau de controle das idéias de seu presidente sobre o FOMC. Nesse sentido, argumentam que mais transparência e adoção de procedimentos menos personalizados serão de grande valia para as próximas gestões. Pode-se complementar essa opinião dizendo que essa necessidade de maior transparência e de adoção de procedimentos mais institucionalizados é ainda maior para aqueles que acreditam que dificilmente existirão outros banqueiros centrais como Alan Greenspan.

A despeito do relativo baixo grau de transparência, as ações do BC norte-americano são bastante previsíveis, conforme evidências apresentadas por Ross (2002) e Fels (2003) em estudos comparativos que também incluem o BCE e o BoE, mais transparentes. No que tange ao Fed, Fels (2003) se arrisca a dar uma explicação para essa aparente contradição, argumentando que:

The Fed is “cheating”. The Fed usually doesn’t want to surprise markets and therefore it has its ways and means to signal its intentions in the run-up to FOMC meetings. To a great extent, this signalling works via the media, where a very small number of journalists is regularly fed with information to steer market expectations in cases where the market may be expecting something different from the policymakers’ intentions. This form of “cheating” makes the Fed so predictable, despite its lack of transparency (FELS, 2003).

3.2.1.2. Banco Central Europeu

A questão da comunicação para o jovem BCE é primordial. Nesse contexto, a indicação, em 2003, do nome do francês Jean-Claude Trichet como presidente da instituição foi bem recebida. Segundo Lambert (2004), “*much of the comment about his [Trichet] appointment focused on his obvious skills as a communicator – controlled and precise in his language, brilliant at handling the press*”. Tais habilidades são essenciais para a política comunicacional do BC da Zona do Euro, pois as entrevistas coletivas concedidas pelo presidente do Banco e seu vice-presidente, para explicar as decisões de política, constituem o mais importante canal de comunicação com o público.

As entrevistas citadas acima são concedidas imediatamente após a primeira das duas reuniões mensais do Conselho (*Governing Council*) e, muitas vezes os entrevistados devem lidar com detalhes e questionamentos agressivos por parte da mídia (LAMBERT, 2004). Deve-se considerar, contudo, que a análise da transcrição dessas entrevistas mostra que assuntos polêmicos como a taxa de câmbio e a possibilidade de intervenção no mercado cambial – temas bastante correntes no segundo semestre de 2004 – são contornados pelas autoridades, sem uma resposta objetiva. Na verdade, o mercado de câmbio constitui uma exceção no processo de transparência dos BCs, uma vez que estes costumam divulgar os valores e as ocasiões de intervenção somente depois que as mesmas ocorrem. A justificativa para tal comportamento encontra-se no fato de que o BC, como jogador no mercado cambial – o mais importante, por sinal – não pode revelar as cartas que tem, sob o risco de não atingir seus objetivos de política e ter perdas financeiras.⁶¹ Prova de que isso é verdade pôde ser extraída das respostas à questão 3.7 do questionário integrante desta dissertação: nenhum participante da pesquisa coloca a ausência de informações sobre o mercado cambial como uma informação que poderia ser transmitida pelas autoridades, sem prejuízo para os objetivos de ambas as partes (autoridades e mercados), e não o é.

Deve-se voltar, agora, ao curso original do sumário sobre o BCE. O Conselho é o órgão decisório mais importante do Banco. Os 18 membros que o compõem – os seis membros da

⁶¹Muitas vezes os gestores de política procuram influenciar o mercado cambial através de declarações. Nessa linha, Fratzscher (2004) realiza um interessante trabalho empírico acerca dos efeitos de “intervenções orais” no mercado de câmbio internacional. Usando dados diários o autor encontra um resultado que aponta que os comentários de autoridades dos EUA, da Zona do Euro e do Japão são bastante efetivos para mover as taxas de câmbio.

Comissão Executiva e os doze presidentes dos BCs nacionais dos países que adotaram o euro – se reúnem a cada duas semanas na sede da instituição, na Alemanha. No encontro do começo do mês, esses executivos analisam a evolução da economia e tomam decisões relacionadas à taxa básica de juros; na segunda reunião, discutem assuntos relacionados com outras atribuições e responsabilidades do Banco. Nem as atas das reuniões e nem os votos dos membros do Conselho são publicados e, por isso, as percepções dos gestores de política sobre o estado da economia são transmitidas ao setor privado principalmente através das entrevistas já mencionadas.⁶²

O objetivo principal de política do Banco é a estabilidade de preços, definida como a obtenção de uma “taxa de inflação anual próxima, porém abaixo de 2%”.⁶³ Apesar da meta numérica, o BCE não se autodeclara como uma instituição do grupo dos BCs que operam sob regime de metas de inflação. O BC europeu tem uma estrutura de avaliação de informações e indicadores calcada em duas perspectivas analíticas complementares entre si (os dois pilares), quais sejam, a análise monetária e a análise econômica. A primeira explora o vínculo de longo prazo entre moeda (conceito M3) e preços; a segunda perspectiva, por sua vez, foca a avaliação dos determinantes de curto e médio prazo dos preços, tais como a evolução do nível de atividade. De modo a se obter um quadro abrangente acerca dos determinantes dos riscos relativos à estabilidade de preços, as informações dos dois pilares são cruzadas entre si e as análises resultantes são comunicadas ao público.⁶⁴

Entre as publicações mais relevantes encontram-se os boletins mensais – que apresentam análises dos desenvolvimentos econômicos e monetários e um sumário executivo com avaliações dos riscos à estabilidade de preços – e os relatórios anuais – que apresentam a evolução da política monetária nos anos encerrado e corrente, entre outros tópicos. As projeções do Banco para inflação e crescimento do produto são divulgadas a cada três meses, nos boletins de março, junho, setembro e dezembro. Adicionalmente, o BCE publica notas à imprensa sobre decisões relevantes do Conselho e trabalhos para discussão, promove seminários acadêmicos, encontros de trabalho, conferências anuais com “observadores do

⁶²A razão para a não divulgação dos votos individuais dos membros do Conselho está no fato de que estes poderiam sofrer pressões provenientes de seus países. Lambert (2004), contrariamente, acredita que a independência do Banco seria fortalecida se os votos e argumentos de cada um dos membros votantes fossem conhecidos pelo público.

⁶³Kieler (2003) apresenta um sumário da discussão em torno das dificuldades existentes em virtude de o BCE não estipular exatamente o que significa a estabilidade de preços com uma taxa de inflação abaixo de 2% a.a.

⁶⁴Para uma apresentação das duas perspectivas, vide Banco Central Europeu (2004b).

BCE” (jornalistas, analistas de mercado e acadêmicos) e disponibiliza estatísticas em sua página na internet. Várias das publicações estão disponíveis nas mais diversas línguas oficiais da Comunidade Européia.

No que concerne à prestação de contas, o presidente da instituição deve depor no Parlamento Europeu: trimestralmente, em sua Comissão de Assuntos Econômicos e Monetários e, anualmente, em sua sessão plenária. Outros membros da Comissão Executiva também podem ser convocados para depor. Além disso, os relatórios anuais, já mencionados, constituem documentos estatutários, uma vez que devem ser enviados aos órgãos executivos da União Européia (Parlamento Europeu, Conselho da União Européia, Comissão Européia e Conselho Europeu).

A despeito de todos os esforços comunicacionais, Ross (2002) e Fels (2003) encontram evidências de que as decisões do BCE, no que se referem à taxa de juros, são relativamente menos previsíveis que as do pouco transparente Fed. Segundo o primeiro autor, os mercados têm maior dificuldade de antecipar alterações em grandes magnitudes e cortes nas taxas de juros estabelecidas pelo BCE, o que se explica, em parte, por características específicas do mercado interbancário da área do euro, no qual as taxas não são capazes de responder rapidamente a sinais de cortes nos juros básicos (ROSS, 2002, p. 24). Além disso, para o período considerado na análise (janeiro de 1999 a maio de 2002), quatro em cinco cortes de juros ocorreram em períodos nos quais os boletins mensais do Banco sugeriam viés de neutralidade de política no médio prazo. Tais explicações são dadas por Ross sob um contexto no qual:

[...] unlike the Fed or the BoE, it [the ECB] must communicate its strategy and decisions to a very diverse constituency covering a variety of countries with distinctive political backgrounds and views on the role of monetary policy. For example, some of the ECB's communication appears to be directed toward price and wage setters, in line with a European tradition that focuses on ensuring wage moderation. An added complexity arises from communicating central bank views on fiscal policy actions, particularly given the rather distinct nature of the Stability Pact framework. These factors, plus the two pillar monetary framework, suggest that the ECB may be, a priori, somewhat less predictable than the other two older institutions. (ROSS, 2002, p. 23)

3.2.1.3. Banco da Inglaterra

O BoE parece ter sido o modelo inspirador para o BCB quando o Brasil adotou o regime de metas de inflação, pois vários dos procedimentos decisórios e operacionais adotados pelos

gestores do Reino Unido também o foram, posteriormente, pelos seus pares brasileiros, como ficará evidenciado mais adiante. O BC britânico é bastante voltado à abertura de seus processos – inclusive de seus modelos balizadores –, o que o caracteriza, na analogia utilizada por Fels (2003), como o “Rolls Royce dos bancos centrais, em termos de transparência”.

O principal órgão decisório do Banco da Inglaterra é o seu Comitê de Política Monetária (MPC, na sigla em inglês) que, constituído por nove membros votantes, reúne-se mensalmente para discutir as tendências da economia e tomar providências para garantir a convergência da inflação para a meta estabelecida pelo Ministério das Finanças, atualmente em 2% ao ano.⁶⁵ As reuniões ocorrem em duas sessões, sempre às quartas e quintas-feiras, quando então, ao término do encontro, as decisões de política são anunciadas através da página do Banco na internet e de agências de notícias em tempo real. As atas, por sua vez, são divulgadas duas semanas depois, sempre em uma quarta-feira, e apresentam os votos de cada um dos membros do MPC.

Caso a meta seja extrapolada em 1%, para qualquer direção, o governador do Banco – atualmente, Mervyn King – deve escrever uma carta ao Ministro das Finanças, explicando as razões do referido desvio, as providências que serão adotadas e o período esperado para o retorno da inflação à meta; caso a convergência não seja atingida, uma segunda carta deve ser escrita.

Um outro canal de comunicação relevante é o Relatório de Inflação (RI), divulgado sempre em meados dos meses de fevereiro, maio, agosto e novembro. Lambert (2004) classifica o RI como um instrumento bastante importante para influenciar as expectativas dos agentes acerca das taxas futuras de inflação e crescimento do produto e, na condição de membro do MPC, afirma que o BoE dispensa grande atenção no processo de elaboração dessa publicação. O documento apresenta grande quantidade de informação e análises detalhadas sobre temas como as condições de oferta e demanda da economia, as condições monetárias, os custos de produção e os preços e as perspectivas e riscos associados à inflação, além de um sumário acerca da política monetária no trimestre encerrado. As projeções de inflação e crescimento do PIB são publicadas sob forma de distribuição de probabilidade, com o chamado leque (*fan*

⁶⁵As reuniões do MPC também contam com a participação de um membro não-votante indicado pelo Ministério das Finanças, o qual relata ao ministro da pasta os detalhes das reuniões. Vide Blinder *et al* (2001, p. 87) para maiores detalhes. Deve-se destacar, contudo, que o BoE tem independência operacional.

charts), para um horizonte de dois anos. Tais projeções consideram dois cenários, quais sejam, o de constância da taxa de juros e o de juros projetados pelo mercado.

As divulgações dos RIs são seguidas por entrevistas coletivas concedidas pelo governador do BoE. Esse e outros membros do MPC devem comparecer ao Parlamento para prestação de contas. Outro canal de comunicação externa do Banco é o boletim trimestral que, divulgado nos meses de março, junho, setembro e dezembro, apresenta análises de questões econômicas e financeiras e detalhes sobre a política monetária. Adicionalmente, a instituição divulga trabalhos para discussão, notas técnicas e as transcrições dos discursos dos membros do MPC, sempre através de sua página na internet.

A despeito de ser um “Rolls Royce em termos de transparência”, os estudos já citados de Ross (2002) e Fels (2003) apresentam resultados que também indicam o BC inglês como menos previsível que o seu correspondente norte-americano. Ao procurar respostas que justifiquem tal evidência, o segundo autor utiliza razões de caráter apenas conjuntural relacionadas ao período considerado em seu estudo, argumentando que:

The answer, in my view, is that the bank [the BoE] has had the most difficult job of our troika over the past five years due to the two-speed UK economy. Domestic demand has been fuelled by a house price boom while, at the same time, the manufacturing sector has been in recession due to the strength of sterling versus the euro for much of this time period. Also, with the UK being a much more open economy than the euro area and the United States (...) external developments have a bigger impact on the economy and thus on monetary policy. Over the past several years, the Bank of England's Monetary Policy Committee (MPC) has thus had to weigh a booming domestic economy versus a recessionary external environment characterized by severe negative shocks. Against this backdrop, it is hardly surprising that the MPC's interest rate decisions have been more difficult to forecast than those of either the Fed or the ECB. (FELS, 2003)

3.2.1.4. Reserve Bank of New Zealand

Conforme menção já feita no Capítulo 2, a Nova Zelândia foi o primeiro país a adotar o regime de metas de inflação. Dado seu grau de comprometimento com o regime, o RBNZ é conhecido internacionalmente como uma instituição que construiu elevado grau de credibilidade. Tal fato se deve, essencialmente, ao forte arranjo institucional estabelecido com o Ato do *Reserve Bank*, de 1989.

O Ato estabelece que o Ministro das Finanças, ao indicar (ou renovar) uma pessoa ao cargo de governador do Banco – atualmente, Alan Bollard –, deve celebrar com ele um acordo público (*Policy Targets Agreement*, PTA) em que sejam especificadas as metas prioritárias que devem

ser perseguidas pelo indicado durante sua gestão.⁶⁶ De acordo com o PTA vigente, o sétimo desde a implementação do regime de metas no país, o governador deve perseguir uma meta de inflação no intervalo entre 1% e 3% no médio prazo, explicando-se em caso de desvios naquele intervalo.

O processo decisório do BC local é diferenciado em relação aos modelos apresentados anteriormente. O governador do RBNZ concentra em suas mãos toda a responsabilidade pelas decisões de política monetária. Os demais membros do Comitê de Política Monetária local (MPC, da sigla em inglês) não têm direito de voto no que tange à definição da taxa básica de juros, mas se reúnem com frequência com o governador para discutir o estado presente e futuro da economia e a formulação e implementação de política.⁶⁷ As atas dessas reuniões não são divulgadas ao público, mas são feitos anúncios após cada uma das oito revisões anuais da taxa básica. O principal canal de comunicação externa do RBNZ é o Relatório de Política Monetária (*Monetary Policy Statement*, MPS), divulgado trimestralmente. Esse documento contém o comunicado relativo à decisão da taxa básica de juros, a racionalidade das decisões tomadas, a exposição do estado da economia e de pressões inflacionárias percebidas, e as projeções para as principais variáveis macroeconômicas no horizonte de três anos à frente. As outras quatro revisões dos juros são seguidas de simples comunicados.⁶⁸

Ao reportar, através dos MPSs, projeções relacionadas à sua própria política futura, o RBNZ diferencia-se da grande maioria dos BCs. O Banco apresenta a trajetória futura de juros consistente com a manutenção da taxa de inflação dentro do intervalo permitido, ou seja, a política monetária é endógena no modelo. Em cada um dos *Statements* são publicadas as projeções da taxa de juros de 90 dias – uma taxa de curto prazo, amplamente influenciada pela taxa básica sob controle do BC local – consistente com o cumprimento da meta de inflação. Ciente dos riscos dessa opção em termos de credibilidade, o Banco enfatiza a condicionalidade das projeções reportadas às hipóteses elaboradas e defende sua divulgação

⁶⁶O PTA não é uma estrutura rígida que deve ser mantida ao longo do mandato do governador do RBNZ. Trata-se de um documento que pode ser alterado ou substituído mediante acordo entre as partes. Se houver alteração nos objetivos econômicos, um novo PTA deve ser formulado para vigorar por um período de até doze meses, renováveis sucessivamente. Neste caso, se não houver acordo entre o Ministro das Finanças e o governador do RBNZ, o primeiro pode demitir o segundo e assinar um outro PTA com o novo governador.

⁶⁷Um subconjunto do MPC tem a responsabilidade de fazer recomendações por escrito ao governador acerca da definição da taxa de juros.

⁶⁸Nos anos de 2003 e 2004 houve divulgação de decisões, através de simples comunicados, nos meses de janeiro, abril, julho e outubro e, através dos MPSs, nos meses de março, junho, setembro e dezembro.

argumentando que os mecanismos de transmissão de política serão mais eficientes, uma vez que a probabilidade dos agentes reagirem a novas informações de maneira consistente com sua própria reação será maior.⁶⁹

A política comunicacional do RBNZ também é caracterizada pela divulgação de trabalhos para discussão, de notas técnicas e de cartilhas educativas. Adicionalmente, o governador e outros membros graduados do Banco realizam apresentações em várias localidades do país (para várias audiências) e participam de encontros de trabalho e almoços com jornalistas, além de conceder entrevistas. Em relação a estas últimas, contudo, a instituição age de modo a evitar reações exageradas dos mercados. De acordo com o BC,

The Bank receives numerous requests from journalists for interviews, mostly about monetary policy. In general, the Bank takes the view that it should be accountable to the public and therefore should accept interview requests (...) The one exception is that the Bank does not grant interviews to journalists who want to publish material that is market sensitive. Thus if a journalist wishes to ask Dr Brash [the former governor] whether current interest rates are appropriate, we reply “Wait for the next MPS”.⁷⁰

No que tange à prestação de contas, o Ato requer que as atividades do RBNZ sejam analisadas com frequência pelo Parlamento e que o Conselho de Diretores não executivos monitore a performance do governador no cumprimento de suas metas e faça relatos e recomendações – de demissão ou apontamento do governador – ao Ministério das Finanças.⁷¹ A avaliação do Conselho é publicada no relatório anual do Banco, que também apresenta informações institucionais, prestação de contas orçamentária e uma avaliação econômica do ano encerrado.

3.2.2. O BCB

A política comunicacional do BCB ocorre através de todos os canais mencionados no início desta seção e vem sendo intensificada nos últimos anos, em especial após a adoção do regime de metas de inflação que, como já foi salientado anteriormente, enfatiza a comunicação com o público em geral. Ademais, sob uma perspectiva comparativa, o BC brasileiro é adepto de várias das práticas comunicacionais adotadas nos casos ilustrados acima, como será visto adiante. No que concerne às publicações do Banco, merecem destaque:

⁶⁹Para maiores detalhes, vide a nota *Publication of projections* no endereço: <http://www.rbnz.govt.nz/monpol/review/0095532.html>.

⁷⁰Vide nota *Communication of monetary policy decisions* no endereço <http://www.rbnz.govt.nz/monpol/review/0096657.html>.

⁷¹Vide *Reserve Bank of New Zealand* (2004, p. 6) para maiores detalhes.

- a) Relatório de Inflação: tem periodicidade trimestral, com divulgação no último dia útil do período considerado; dedica-se a analisar o desempenho da economia nos últimos três meses e a apresentar as projeções de inflação do Banco para o horizonte relevante de política monetária. Os principais capítulos do RI se dedicam à avaliação do nível de atividade, da evolução dos índices de preços, da evolução das políticas monetária e creditícia, dos aspectos da economia mundial relevantes para o Brasil, do setor externo da economia brasileira e das perspectivas para inflação. As projeções são divulgadas com a utilização de leques, a exemplo do que é feito pelo BoE.⁷² Tais projeções consideram dois cenários: o de referência (projeção de inflação e de crescimento do produto) e o de mercado (projeção de inflação). O primeiro considera a constância da taxa de juros e, o segundo, as expectativas para a taxa Selic coletadas dos agentes do mercado (conforme Relatório de Mercado, apresentado abaixo).
- b) Ata da reunião do Copom: divulgada às 8h30min da quinta-feira da semana posterior a cada reunião mensal do Comitê.⁷³ Em linhas gerais, a ata trata dos mesmos temas do RI, porém com menor grau de detalhamento e sem projeções. O documento apresenta o resultado geral dos votos dos diretores na tomada de decisões (não identificando o votante, apenas o número de votos em favor de cada proposta apresentada para definição dos juros básicos), bem como a indicação de viés de política, um sinal de intenções para o futuro próximo, as quais podem ser materializadas em ação efetiva de acordo com as circunstâncias.
- c) Carta Aberta ao Ministro da Fazenda: deve ser elaborada sempre que a inflação oficial (dada pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo, IPCA, do IBGE) extrapolar o intervalo definido pelo CMN.⁷⁴ A Carta apresenta os motivos que justificam o descumprimento da meta, as providências tomadas pelo BCB para garantir a convergência da inflação à meta e as perspectivas para a inflação futura.

⁷²A apresentação de intervalos de confiança insere-se no contexto de incertezas intrínsecas à política monetária, conforme destacado no primeiro dos RIs brasileiros. Vide detalhes em Banco Central do Brasil (1999, p. 83).

⁷³O Copom realiza suas reuniões em duas sessões, sendo a primeira, às terças-feiras, reservada às apresentações técnicas de conjuntura, e a segunda, às quartas-feiras, para decisões das diretrizes de política monetária. As decisões de juros são divulgadas imediatamente após a segunda sessão, através de notas curtas à imprensa disponibilizadas na página do BCB na internet.

⁷⁴A meta foi descumprida entre 2001 e 2003. As principais razões mencionadas nas cartas abertas correspondentes são a depreciação cambial, a magnitude do aumento dos preços administrados e a deterioração das expectativas de inflação. Vide *Carta Aberta* referente aos anos de 2001, 2002 e 2003 no endereço <<http://www.bcb.gov.br/?CARTAMETA>>. Em 2004, porém, a meta foi cumprida, dentro dos limites permitidos pela banda de 2,5 pontos percentuais.

- d) Relatório de Mercado: é divulgado no primeiro dia útil de cada semana. Apresenta a evolução das expectativas de mercado para diversas variáveis macroeconômicas. Esse, ao contrário dos canais anteriores, não apresenta qualquer juízo de valor por parte da autoridade monetária, somente mostra gráficos e tabelas relativos à evolução das expectativas.
- e) Relatório Focus: não tem periodicidade predeterminada, sendo veiculado quando ocorre algum acontecimento relevante para a economia brasileira, como a divulgação do PIB.
- f) Resenha Semanal do Mercado Aberto: elaborado pelo Departamento de Mercado Aberto (Demab), apresenta informações sobre a atuação do BCB no mercado de títulos públicos.
- g) Trabalhos para Discussão: não têm periodicidade definida; constituem a contribuição do Banco para a disseminação de pesquisa teórica e empírica acerca de vários temas relacionados à economia e finanças. São elaborados por funcionários da instituição e acadêmicos.
- h) Notas econômico-financeiras para a imprensa: têm periodicidade mensal, com as datas de divulgação previamente informadas ao público; tratam de temas específicos, cada qual com uma nota (juros e *spread* bancário; dívida pública mobiliária federal interna e mercado aberto; política fiscal; política monetária e operações de crédito; setor externo).
- i) Notas Técnicas do BCB: não têm periodicidade definida. Promovem a divulgação de trabalhos de elaboração econômica que tenham interesse não apenas teórico, mas também conjuntural e metodológico, refletindo, desse modo, o trabalho gerado por funcionários da instituição em todas as suas áreas de atuação.

A divulgação de todas as publicações destacadas acima e de outras ocorre através da página do Banco na internet, mas há também um serviço de aviso de divulgação, por correio eletrônico, de algumas dessas publicações, para pessoas cadastradas. Outras informações também podem ser encontradas na *homepage* da instituição, como séries econômico-financeiras, boletins com indicadores de conjuntura econômica, manuais temáticos (por exemplo, de supervisão do sistema financeiro, de finanças públicas, de títulos públicos) e relatórios de prestação de contas da administração do Banco. Adicionalmente, a divulgação das publicações é, em geral, seguida de entrevistas coletivas com diretores e chefes de departamentos da instituição.

Entrevistas também são concedidas em momentos distintos daqueles em que as publicações são divulgadas: com relativa frequência, jornais e revistas de grande circulação veiculam entrevistas com o presidente ou diretores do Banco Central. Esses membros executivos também marcam presença, como palestrantes, em seminários – alguns, patrocinados pelo próprio BCB – e eventos do setor privado – tais como posses de autoridades de associações de classe e festejos de aniversário de entidades do sistema financeiro. Geralmente, os mercados ficam atentos ao conteúdo de tais entrevistas e palestras, principalmente em momentos considerados críticos, como os que antecedem as reuniões do Copom.⁷⁵

Vale destacar também a existência da Gerência Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin), criada em abril de 1999 como parte do arcabouço do regime de metas de inflação. Seu objetivo é aperfeiçoar a comunicação entre o BCB e o setor privado, com foco sobre os investidores domésticos e externos.⁷⁶ Atualmente, a Gerin administra um cadastro de 14.000 endereços eletrônicos, para os quais são distribuídos os principais relatórios do Banco Central, em português e inglês. Ademais, a Gerência produz os seus próprios documentos, como os Relatórios de Mercado e Focus e a Resenha Semanal de Mercado Aberto, já citados. Em pesquisa realizada pelo FMI, que será apresentada no Capítulo 5, a comunicação e as informações da Gerin foram bem avaliadas por investidores privados.

Esforços comunicacionais também têm sido direcionados à audiência não-especializada, o que pode ser percebido com as cartilhas educativas disponibilizadas na página do BCB na internet, com a realização de palestras e seminários voltados a estudantes e com o serviço de atendimento telefônico ao cidadão, entre outros meios. Ao mesmo tempo em que educa, informa e recebe reclamações e sugestões, a instituição também presta contas de seus atos à sociedade, o que é feito através do comparecimento semestral de seu presidente no Congresso Nacional.⁷⁷

⁷⁵O Ministro da Fazenda, Antonio Palocci, cunhou a expressão “tensão pré-Copom” (TPC) para designar o clima de elevada tensão criado pelas expectativas dos agentes nas vésperas das reuniões do Comitê de Política Monetária. Vide artigo no endereço: <http://www.clippingexpress.com.br/noticias_justica.php?id=43490&acao=intranet>.

⁷⁶Conforme objetivos expostos em <http://www4.bcb.gov.br/?FOCUSINTRO>.

⁷⁷Para maiores detalhes acerca dos controles externos e das diversas formas de prestação de contas, inclusive nos aspectos contábeis, financeiros e patrimoniais, vide documentos no endereço: <<http://www.bcb.gov.br/?PCONTAS>>.

Conforme foi destacado no capítulo precedente, comunicação é um processo e, como tal, é uma via de duas direções, fato que também se manifesta em política monetária. O BC brasileiro organiza reuniões freqüentes entre seus diretores e pequenos grupos de economistas do mercado para compartilhamento de idéias e percepções sobre a economia. O papel de receptor também é exercido quando o BCB adquire informações geradas ou captadas por instituições públicas e privadas. Tais informações são utilizadas no processo decisório da autoridade monetária. Um exemplo pode ser dado pela rotina com que economistas de instituições financeiras e vinculadas ao lado real da economia comunicam à Gerin suas projeções das principais variáveis macroeconômicas do país. Em posse de uma senha, esses profissionais acessam a página do Banco Central na internet para registrar suas expectativas referentes à taxa Selic, taxa de câmbio, inflação (índices gerais de preços e ao consumidor e preços administrados), superávit primário, dívida líquida do setor público, balança comercial, crescimento do PIB e produção industrial, entre outros indicadores.⁷⁸ Adicionalmente, para estimular a melhoria da capacidade de previsão, a Gerin divulga com freqüência a lista das 5 instituições cujas projeções mais se aproximaram dos dados efetivamente divulgados/ocorridos (*Top 5*).

A *Tabela 1* apresenta um sumário das principais variáveis envolvidas na estratégia comunicacional do BCB, comparativamente aos quatro BCs analisados anteriormente. Como em qualquer tipo de comparação internacional, deve-se ler a tabela com algum grau de cuidado, no sentido de não inferir automaticamente que políticas comunicacionais semelhantes geram resultados equivalentes. Não necessariamente um BC que adota as práticas de comunicação de outro BC, mesmo que consideradas as mais modernas e eficazes, terá resultados similares. O próprio regime de metas de inflação – e toda a estrutura comunicacional que o acompanha – é um exemplo disso, conforme é defendido por Fraga *et al* (2003), mencionados no Capítulo 2. Em termos práticos, a política comunicacional dos BCs reflete parâmetros específicos de cada país, tais como a estrutura e o desenvolvimento das instituições (inclusive as políticas e as do mercado financeiro).

⁷⁸Atualmente, cerca de 100 instituições cadastradas registram suas expectativas no BCB. Tais expectativas (médias, medianas, desvios-padrão, máximos e mínimos) são disponibilizadas ao público em geral através de séries históricas facilmente acessadas por qualquer usuário que navegue na página do Banco na internet.

Tabela 1 - política comunicacional de BCs selecionados

	Fed	BCE	BoE	RBNZ	BCB
Regime de política monetária	Discrecionário, com duplo mandato	Metas de inflação (informal)	Metas de inflação	Metas de inflação	Metas de inflação
Descrição quantitativa de objetivos de inflação	Não	Sim	Sim	Sim	Sim
Descrição quantitativa de objetivos de produto	Não	Não	Não	Não	Não
Anúncio imediato de decisões de política	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Divulgação de atas das reuniões do Comitê de Política Monetária	Sim	Não	Sim	Decisões são de responsabilidade do governador	Sim
Divulgação dos votos dos gestores	Sim	Não	Sim	-	Não
Publicações sobre política monetária	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Divulgação de projeções próprias	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Hipótese de política utilizada nas projeções próprias (divulgadas)	Taxa de juros constante	Taxa de juros constante	Taxa de juros constante	Trajetória de juros é endógena	Taxa de juros constante
Prestação de contas ao Poder Legislativo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim

Fonte: *Homepages* dos BCs citados, conforme consulta realizada ao longo de 2004.
Elaboração do autor.

3.3. Problemas de comunicação?

De acordo com a literatura e as evidências existentes, acredita-se que a idéia acerca da necessidade de influenciar os mercados esteja bem enraizada na maioria dos banqueiros centrais da atualidade. Nesse sentido, BCs de todo o mundo e de diferentes regimes de política vêm adotando medidas para melhorar a comunicação com o público em geral e, em especial, com os participantes do mercado. Tais medidas têm se materializado principalmente no maior nível de transparência das ações de política monetária. Mesmo bancos como o Fed, considerado pouco transparente na comparação com outras instituições do gênero, tornaram-se muito mais transparentes do que eram até meados da década de 1990. No caso de BCs que adotaram o regime de metas de inflação, esse movimento ocorreu até mais intensamente.

Mas, a despeito desses movimentos em prol de maior transparência, a comunicação externa dos BCs ainda apresenta evidências de que a reação dos mercados a declarações e divulgações

provenientes das autoridades monetárias, muitas vezes é inadequada. O gestor de política monetária William Poole, que é membro do FOMC, reconhece a possibilidade de falhas comunicacionais na interação entre BCs e participantes de mercado. Segundo o autor,

Accurate communication is far more difficult than it seems at first glance. Complete accuracy requires that speaker and listener interpret actions and words the same way. In a normal conversation, individuals have an opportunity to clear up ambiguity by raising questions about intended meaning. It is possible to ask for clarification, or ask again, before acting. What central bank officials (and, of course, other officials as well) say, however, can have immediate market impact; market participants may act before ambiguities or miscommunication can be corrected. This fact imposes special burdens on central bankers. (POOLE, 2003, p. 2)

Em qualquer processo comunicacional, o que pode parecer um conteúdo relevante e preciso para o emissor de uma mensagem pode não o ser os olhos e ouvidos de seu receptor, ou ainda, pode não ser compreendido e processado da maneira desejada pelo primeiro. A ocorrência de um fenômeno como esse pode ter impactos negativos na interação entre BCs e mercados. A seguir serão apresentadas algumas evidências que ilustram a ocorrência desse fenômeno, a despeito dos elevados níveis de transparência dos BCs analisados.

3.3.1. Evidências internacionais

A estratégia de “dois pilares” do BCE é vista por muitos como complexa e difícil de ser comunicada ao público. De acordo com opinião veiculada em um dos mais influentes jornais financeiros do mundo,

[while] most ECB watchers would find little cause for complaint in the bank’s steering of interest rates (...) the bank’s communication skills, by contrast, are widely viewed as a weak spot (...) Part of the reason for the “communications gap” may lie in the complexity of the bank’s monetary policy strategy.⁷⁹

A mesma opinião é compartilhada por Blinder *et al* (2001, p. 77), que consideram um dos dois pilares redundante e recomendam que o BCE, em sua comunicação externa, abandone as constantes referências ao pilar da análise monetária e discuta mais diretamente a taxa de inflação em si. De acordo com Fels (2003), contudo, desde o segundo semestre de 2001 o Banco tem sido tão previsível quanto o Fed, o que é explicado pela melhora na comunicação da instituição com os mercados – com os membros do Conselho “falando com uma única voz” – e pela melhor compreensão acerca da estratégia de dois pilares do Banco, por parte dos

⁷⁹Conforme Tony Barber, *Financial Times*, Sep. 6, 2001 *apud* Kieler (2003, p. 12).

agentes, que, segundo o autor, “têm aprendido a ignorar o pilar da análise monetária”. Apesar disso, a instituição não acatou a recomendação de Blinder *et al* e reconheceu a complexidade de sua comunicação externa, ao afirmar que:

Any communication must reflect the fact that monetary policy has to operate in a complex, uncertain and constantly evolving environment. The external communication of the ECB's monetary policy strategy places a premium on faithfully reflecting this environment. The external presentation of the ECB's strategy may be relatively complex compared with some other strategies (...) but it nevertheless realistically reflects the diversified approach to monetary policy that the ECB has adopted for its internal decision-making. (BANCO CENTRAL EUROPEU, 2004b, p. 68)

Nos EUA, Poole (2003) fornece dois exemplos que considera serem episódios ilustrativos da ocorrência de problemas comunicacionais envolvendo o Fed. O primeiro é o da adoção da sinalização de viés na política monetária do Banco, decidida na reunião do FOMC de dezembro de 1998, sob o pretexto de tornar suas ações mais transparentes. De acordo com a ata daquela reunião, disponibilizada no mês seguinte, o objetivo original dos gestores era de que o anúncio do viés expressasse grandes alterações na visão do Comitê sobre a provável direção futura de política.⁸⁰ Os anúncios seriam feitos através de notas para a imprensa, as quais seriam divulgadas imediatamente após as reuniões em que tais alterações fossem decididas, portanto, não ao término de todas as reuniões. O primeiro anúncio imediato, porém, ocorreu somente após a reunião de maio de 1999, seguido de forte reação dos mercados. Poole acredita que tal reação não deveria ser surpresa para os membros do Fed, como afirma ter sido, pois o próprio Banco comunicou – através da ata divulgada em janeiro – que tais anúncios seriam feitos somente quando grandes alterações na sua percepção ocorressem.

O segundo episódio refere-se à nota para imprensa divulgada imediatamente após a reunião do FOMC de maio de 2003. No referido documento, fez-se menção à probabilidade, ainda que pequena, de uma “indesejada queda substancial da taxa de inflação”.⁸¹ Poole recorda que, de acordo com os comentários encontrados nos jornais, as interpretações dos agentes acerca da referida nota estiveram em uma (ou mais de uma) das seguintes alternativas: (i) haveria a probabilidade de uma redução nos juros na reunião seguinte; (ii) qualquer elevação nos juros, no período de um ano, seria muito pouco provável; e (iii) o FOMC poderia implementar ações

⁸⁰A ata da reunião do FOMC de dezembro de 1998 está disponível no endereço <<http://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/19981222.htm>>.

⁸¹O documento completo encontra-se disponível no endereço <<http://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/20030506.htm>>. Naquela reunião, o BC norte-americano optou pela manutenção da meta dos juros básicos em 1,25% a.a.

não convencionais, tais como fortes aquisições no mercado aberto. Essa última interpretação, segundo o autor, ganhou força e exerceu pressão baixista sobre as taxas dos títulos de 10 anos. Posteriormente, com a redução dos juros na reunião seguinte para 1%, bem como com a percepção dos agentes de que o Comitê não implementaria políticas não convencionais no futuro próximo, as taxas dos títulos voltaram aos patamares registrados antes da reunião de maio. Entretanto, o autor acredita que dois pontos relevantes não foram comunicados adequadamente através da referida nota para imprensa. Com suas próprias palavras:

Speaking strictly for myself, I believe there are two important points that the statement of May 6 tried to communicate that didn't really come across. First, inflation has now receded to a level where for the first time in 40 years inflation risks are symmetric: from the current inflation rate neither sustained increases nor sustained decreases are desirable. Second, in the words of my FOMC colleague Governor Bernanke, 'FOMC behavior and rhetoric have suggested to many observers that the Committee does have an implicit preferred range for inflation'. Most relevant here, the bottom of that preferred range clearly seems to be a value greater than zero measured inflation, at least 1 percent or so.⁸² (POOLE, 2003, p. 4)

O próximo exemplo, mais recente, também se refere ao Fed e apresenta conexões com um episódio doméstico, conforme será explicitado mais adiante. Em janeiro de 2004, no comunicado que emite imediatamente após suas reuniões, o FOMC fez uso do que se chamou na imprensa e entre analistas de mercado, de uma “sutileza semântica”. A decisão de manutenção dos juros norte-americanos em 1% ao ano estava prevista. Entretanto, uma expressão utilizada naquele canal de comunicação gerou ruídos. Segundo um grande jornal brasileiro:

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 de decisão de alterar o índice. (FOLHA DE SÃO PAULO, 29/1/2004, p. B2)

Mishkin (2004b, p. 12) advoga que a linguagem utilizada pelo FOMC nesse episódio ilustra o problema de incompreensão, por parte do público, de que trajetórias projetadas de política monetária são condicionais à evolução da economia. Segundo o autor, o termo “período considerável” vinha sendo empregado pelo Fed para designar que a política acomodatória de então seria mantida para evitar quaisquer riscos de deflação, durante o tempo que fosse necessário, inclusive no começo da retomada econômica. Entretanto, a extensão do que seja o comprometimento com determinada política por um “período considerável” é dependente da

⁸²A citação acima contém um trecho extraído de um pronunciamento feito por Ben Bernanke em julho de 2003, sob o título “An Unwelcome Fall in Inflation?”. Tal pronunciamento está disponível no endereço <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030723/default.htm>>.

evolução da economia, o que pode não ser compreendido pelo público se o nível de atividade se recuperar mais fortemente do que estava previsto, obrigando as autoridades a elevarem os juros. Nas suas palavras, o que foi chamado de sutileza semântica consistiu em uma estratégia deliberada que teve como objetivo sinalizar ao público que o período de acomodação monetária estava terminando:

[...] the cost of a commitment to a projected policy-rate path is trickier when the deflation risks are not as serious. This problem has been recognized by officials at the Fed, and this explains why they have been seeking an exit strategy from their commitment to a policy-rate path by first changing the language in January 2004 to say that the FOMC can be “patient” in removing policy accommodation and then in May 2004 to say that policy accommodation can be removed at a pace that is likely to be “measured”. (MISHKIN, 2004b, p. 13)

Por melhores que tenham sido as intenções do BC norte-americano ao alterar o termo que vinha utilizando em sua comunicação externa, a interpretação acerca do comunicado de janeiro afetou mercados de todo o mundo. Alguns dias após a divulgação do comunicado do Fed, Alan Greenspan, em depoimento semestral que faz no Congresso norte-americano, proferiu um discurso considerado pelos analistas como o mais otimista desde que assumiu seu cargo, em 11 de agosto de 1987. Disse que *“Looking forward, the prospects are good for sustained expansion of the U.S. economy (...) At the same time, increases in efficiency and a significant level of underutilized resources should help keep a lid on inflation”*.⁸³

A interpretação do mercado em relação àquele depoimento foi a de que uma elevação nos juros norte-americanos ainda estava longe de ocorrer, o que contribuiu para que várias bolsas do mundo registrassem alta, ao contrário do que ocorreu em resposta ao comunicado de janeiro – a elevação ocorreu somente no final de junho de 2004, com os juros passando ao patamar anual de 1,25%, ante 1%. É possível, aqui, questionar se os mercados realmente interpretaram erroneamente o comunicado emitido no final de janeiro ou se surgiu algum fato novo e favorável, nos 15 dias posteriores à sua emissão, capaz de mudar a opinião do Fed. Seja qual for a resposta para essa questão, ou intervalo de respostas possíveis, percebe-se o quanto grande é, também na prática, o poder de influência de mensagens e sinais dos BCs, assim como o dinamismo na comunicação destes com os mercados.

⁸³Vide *Testimony of Chairman Alan Greenspan*, disponível no endereço <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2004/february/testimony.htm>>.

3.3.2. Evidências domésticas

Regimes de política monetária com menor grau de discricão por parte das autoridades também podem apresentar falhas comunicacionais. Um episódio doméstico razoavelmente recente é emblemático para ilustrar essa possibilidade. O grau de surpresa do setor privado foi grande quando, na reunião de janeiro de 2004 (92ª Reunião), o Copom decidiu pela manutenção do juro básico brasileiro em 16,5% – após sete quedas consecutivas –, frustrando as expectativas que, em média, apontavam queda de 0,5%.⁸⁴ Destacando as incertezas em relação à persistência ou transitoriedade dos últimos resultados inflacionários, a ata daquela reunião apresentou um tom de cautela na condução da política monetária, sendo interpretada pelo mercado como um sinal de interrupção temporária no corte de juros ou de uma trajetória mais gradualista a partir de então. Ao compartilhar tais incertezas com o mercado, a autoridade monetária explicitou uma limitação – para usar um termo visto no Capítulo 1 – inerente à natureza de seu trabalho.

Um dia depois da divulgação do comunicado de janeiro do Fed, citado anteriormente, o Copom divulgou a ata de sua reunião. Ambas as divulgações tiveram impactos sobre os mercados domésticos, que também sofreram outras influências que repercutiram negativamente – a imprensa brasileira mencionou aquele 29 de janeiro de 2004 como o “pior dia do governo Lula” até então.⁸⁵ Na noite daquela mesma quinta-feira, o presidente do BCB defendeu o documento do Comitê, considerado negativo. Ao afirmar que a ata é auto-explicativa, Henrique Meirelles disse: “Não vou comentar o que já está suficientemente claro. Surpresas de decisão demandam a maturidade de analisar o erro da aposta e refazer sua lição de casa” (FOLHA DE SÃO PAULO, 30/1/2004, p. B2).

Não se pretende aqui afirmar que a interrupção na trajetória de queda dos juros constitui, por si só, um problema de comunicação, e nem há a intenção de apontar apenas a ata do Copom como a única ou a principal responsável pela reação negativa do mercado naquela ocasião; talvez os indicadores financeiros não tivessem registrado valores (tão) negativos em uma conjunção diferenciada de fatores. Pretende-se sim, com o relato desse episódio, apontar para

⁸⁴Conforme dados da agência Bloomberg.

⁸⁵Também no dia 29 de janeiro de 2004 o Presidente da República afirmou publicamente que a autonomia do Banco Central é tema de preocupação apenas de acadêmicos, o que gerou desconfiças de que futuras ingerências políticas poderiam ocorrer sobre a diretoria do BCB. Na mesma data divulgou-se também a variação do IGP-M do mês, cuja alta foi a maior desde setembro de 2003. Todos esses fatores resultaram em números bastante negativos: queda de 6% no Ibovespa, elevação de 9% do risco-país e alta na cotação do dólar.

a maneira como o presidente do Banco Central interpretou – pelo menos publicamente, no papel de autoridade institucional – a reação dos participantes do mercado. A afirmação de Meirelles desperta questões como: algo que está “suficientemente claro” para a parte encarregada de escrever a ata do Comitê, de fato o está para os seus leitores? De acordo com o arcabouço teórico da área de Comunicação, a resposta pode ser negativa, como será visto no próximo capítulo.

Analizando o episódio sobre outra ótica, a dos agentes do mercado, o grau de surpresa do setor privado em relação a algumas decisões de política ocorre porque a autoridade monetária não corrobora determinada expectativa. Esta dissertação não adota o ponto de vista segundo o qual os BCs sempre devem corroborar as expectativas privadas. Entretanto, deve-se considerar que projeções não confirmadas têm o potencial de gerar acusações contra os gestores de política e a forma como se comunicam, conforme é ilustrado no trecho abaixo:

Falhas na comunicação do Banco Central têm acarretado volatilidade ao mercado financeiro, segundo analistas. A avaliação é que autoridade monetária não está sendo bem-sucedida em seu papel de coordenar expectativas. Desde outubro [de 2003], decisões e atas de reuniões do Copom (Comitê de Política Monetária) têm surpreendido o mercado. Com frequência, a esmagadora maioria de economistas de bancos e corretoras tem mirado para um lado, e o Banco Central, para outro. As duas atas das reuniões deste ano [de janeiro e fevereiro de 2004] chacoalharam os mercados, que esperavam textos muito diferentes dos que vieram a público. (FOLHA DE SÃO PAULO ON LINE, 1/03/2004).⁸⁶

A citação acima ilustra a tendência, por parte de participantes do mercado e da imprensa, a chamar decisões que não corroboram as expectativas privadas de problema comunicacional. A hipótese por trás dessa tendência é a de que, se houvesse uma comunicação perfeita, os mercados conseguiriam antecipar perfeitamente as decisões de política. A pertinência dessa hipótese, contudo, deve ser julgada sob as seguintes considerações:

- a) Entre a formulação das projeções privadas e a decisão de política, a situação da economia mudou radicalmente, por exemplo, pela ocorrência de choques, o que obrigou o BC a agir diferentemente do que o faria antes?
- b) Os instrumentos financeiros têm liquidez suficiente para captar imediatamente as mudanças na economia, de modo que as expectativas sejam ajustadas rapidamente?

⁸⁶O referido trecho pode ser consultado no endereço: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u81282.shtml>. Acesso em jun.2004.

- c) Os participantes de mercado têm acesso ao mesmo conjunto de informações que os gestores?
- d) Todas as informações em posse das autoridades podem ser transmitidas sem prejuízo aos objetivos de política monetária?
- e) Tais informações são facilmente transmitidas e compreendidas (há clareza)?

Todas as questões apontadas acima merecem ser consideradas na atuação da autoridade monetária e, portanto, em sua comunicação. Fatores como incerteza em relação ao estado da economia, à transmissão de política monetária ou ao modelo utilizado, fazem parte da rotina dos BCs. A questão é como comunicar a existência desses fatores ao público, de modo a não se perder credibilidade e, portanto, efetividade de política. Qualquer categoria possível de resposta exigirá, no mínimo, uma comunicação cuidadosa por parte dos gestores, o que também aponta a relevância do tema aqui abordado. Qualquer termo ou palavra vistos como mal colocados, podem deteriorar a imagem que os mercados têm em relação ao BC. Nesse contexto, a questão 3.5 da pesquisa de campo, ao associar a comunicação com a imagem do BCB segundo percepção dos mercados, tem grande relevância. A nota mais baixa obtida pela autoridade monetária brasileira, nessa questão, refere-se ao item “[o BCB] toma decisões coerentes com sinalização previamente emitida aos mercados”. A nota, em si, não é preocupante (5,87), mas desperta algumas reflexões a serem feitas pelos gestores brasileiros, uma vez que, em relação aos outros critérios avaliados, obteve a menor pontuação média.

Conforme já se registrou anteriormente, o foco de análise nesta dissertação é a comunicação entre BCs e mercados financeiros. Entretanto, vale a pena que se faça uma rápida digressão para ilustrar um outro tipo de revés que pode surgir na comunicação com o público em geral. A professora de Teoria Literária Walnice Galvão capta a natureza exageradamente técnica dos documentos do BCB como um todo, ao afirmar que:

A ata da última reunião do Copom (...) faz o leitor cair de costas. São páginas e páginas de impenetrável economês, visando a que o leitor não perceba que a inflação aumentou e deve continuar aumentando: conclusão que se encontra embutida na própria ata. Os malabarismos de linguagem são admiráveis (...) Das três, uma. Ou bem eles [os economistas] não sabem do que estão falando. Ou bem não querem que o leitor saiba que eles não sabem do que estão falando. Ou bem sabem do que estão falando, mas não querem que o leitor saiba. Donde a tergiversação sem fim, intimidando o leitor com um labirinto de cifras e siglas, para decretar que só a onipotência dos economistas – esses titãs – se interpõe entre nós e o caos.⁸⁷ (GALVÃO, 2004, p. B6)

⁸⁷A autora faz referência à ata da 92ª Reunião do Copom, já mencionada em episódio destacado anteriormente. O referido documento pode ser acessado no endereço <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM92>>.

É bem verdade que BCs como o brasileiro e o neozelandês vêm disponibilizando cartilhas educativas em suas *homepages*, de forma crescente, ao público leigo. Entretanto, os documentos mais relevantes utilizam linguagem inacessível a esse público. Tal fato, apesar de não ser importante sob o ponto de vista dos participantes de mercado, pode ter consequências de longo prazo que sejam deletérias para os propósitos de prestação de contas e apoio político.

Nessa seção, foram apresentadas algumas evidências de que o processo comunicacional entre BCs e mercados apresenta a possibilidade de ocorrência de falhas ou interpretações equivocadas. A apresentação dessas evidências encontra-se nas consequências que as mesmas podem trazer para a imagem do BC frente ao público e a efetividade de política. De acordo com os resultados obtidos através da questão 3.3 da pesquisa de campo realizada, as principais consequências de uma comunicação do BC percebida como inadequada (por parte dos mercados) é o aumento do grau de incerteza, a intensificação da cautela na tomada de decisões dos participantes do mercado, a maior volatilidade financeira e a perda de credibilidade do BC (conforme resultados reportados na *Tabela 7*, Capítulo 5). Esses são resultados que podem assumir uma dimensão até mesmo maior em economias sujeitas a constantes choques e a um histórico de instituições com baixa credibilidade.

3.4. Considerações finais

O reconhecimento explícito de gestores como Poole (2003) sobre o fato de que a comunicação está sujeita a distorções no processo de interação entre BCs e mercados impõe alguns cuidados adicionais na formulação de mensagens que têm a finalidade de gerar ações em determinada direção e magnitude. Nesse sentido, o autor advoga que, para que uma mensagem contenha as intenções de política sinalizadas com acurácia e com o mínimo de ambigüidade – características desejadas em termos de minimização de erros de expectativas dos agentes –, o BC deve procurar reduzir a multiplicidade no significado das palavras que emprega. Por isso, o autor acredita que é melhor usar termos simples e padronizados *vis-à-vis* palavras sujeitas a interpretações múltiplas.⁸⁸ Afinal de contas, não necessariamente uma

⁸⁸Poole não aprofunda a discussão em torno dessa recomendação, mas há bons motivos para acreditar que a padronização excessiva nas mensagens dos BCs pode gerar desconfiças, entre os agentes de mercado, de que as autoridades estão omitindo determinados aspectos acerca de sua percepção sobre o estado da economia, ou ainda, de suas intenções de política, uma vez que os contextos em que as decisões são tomadas mudam ao longo do tempo.

maior quantidade de palavras associa-se à maior abertura e transparência (POOLE, 2003, p. 7).

Exemplos como os que foram ilustrados acima criam obstáculos aos objetivos de política monetária. Em outras palavras, prejudicam a efetividade de política, apesar dos elevados graus de transparência atingidos pelos BCs. A questão natural que se segue refere-se aos motivos pelos quais essa aparente contradição existe. Uma resposta pode ser obtida, em primeiro lugar, pela ampliação do conceito de transparência e, depois, pelo aprofundamento da questão principal apontada no conceito amplo. Cada um desses dois passos será tomado no próximo capítulo.

Autores e gestores que apontam a possibilidade de falhas na comunicação entre BCs e mercados pouco aprofundam a discussão. Uma das contribuições deste trabalho é justamente a de aprofundar essa discussão em torno de causas potenciais. Para isso, o foco da dissertação voltar-se-á, momentaneamente, para uma outra área do conhecimento, a da Comunicação.

Analisar a comunicação humana não é tarefa elementar para estudiosos que não se especializaram na matéria correspondente. Entretanto, constitui a possibilidade de ampliar o leque de entendimento sobre os fatores que influenciam a obtenção de ações privadas, através da formação de preços financeiros, na mesma direção e sentido apontados pela autoridade monetária. É isso o que importa para os resultados de política monetária.

CAPÍTULO 4 – TEORIA DA COMUNICAÇÃO E POLÍTICA MONETÁRIA

4.1. Introdução

Discutiu-se no Capítulo 2 que os mercados financeiros constituem canais de transmissão de política monetária. Esta última será efetiva se os agentes agirem em direção e magnitude suficientes para que determinados resultados sejam obtidos. Em outras palavras, os gestores de política desejam, em sua comunicação externa, obter elevado grau de compreensão de seus objetivos e ações que levem a economia à realização desses objetivos. Utilizando jargão da Comunicação, pode-se afirmar que, ao codificarem suas intenções em mensagens específicas, os gestores esperam que os receptores (participantes dos mercados) decodifiquem tais intenções corretamente, ou seja, que haja *fidelidade* no processo comunicacional. Esse conceito se torna mais claro quando David Berlo afirma que:

Havendo um objetivo a comunicar e uma resposta a obter, o comunicador espera que a sua comunicação seja a mais fiel possível. Por fidelidade, queremos dizer que ele obterá o que quer. Um codificador de alta fidelidade é o que expressa perfeitamente o que a fonte quer dizer. Um decodificador de alta fidelidade é o que traduz a mensagem para o recebedor com total exatidão. Ao analisar a comunicação, interessa-nos determinar o que aumenta ou reduz a fidelidade do processo. (BERLO, 1972, p. 43)

Essa definição proposta por Berlo aproxima-se bastante do conceito de efetividade da política monetária, conforme apresentação feita no Capítulo 2. Ao relacionarem a efetividade da política com a obtenção, por parte dos BCs, de respostas (nas expectativas dos mercados) que sejam compatíveis com determinados objetivos de política, autores como Sicsú (1999), Woodford (2001) e Lambert (2004) poderiam utilizar a definição de *fidelidade* apresentada acima. Também em comum, os dois conceitos não são medidas binárias; apresentam graus intermediários entre o máximo e o mínimo.

Alguns episódios referentes à relação entre BCs e mercados sugerem a possibilidade de ocorrência de falhas ou interpretações não desejadas que surgem no processo comunicacional entre essas partes, como foi visto no capítulo anterior. Em outras palavras, tais episódios apontam para a ocorrência de baixo grau de *fidelidade comunicacional*, no sentido proposto por Berlo ou, utilizando-se o conceito econômico, apontam para a ocorrência de baixo grau de

efetividade da política monetária, uma vez que as respostas dos agentes não aparentam ser as desejadas, *ex ante*, pelas autoridades.

É claro que uma afirmação como a que está sendo feita aqui exigiria que se conhecessem, *ex ante*, as intenções dos BCs ao emitirem informações. Deve-se ressaltar, contudo, que a identificação de que uma comunicação não foi bem sucedida não requer, necessariamente, que se ouça a versão dos gestores de política, uma vez que é consensual na literatura que a autoridade monetária não tem a intenção de causar distúrbios ou confusão nos mercados. Se esses reveses ocorrem, pode-se inferir que suas causas não são geradas intencionalmente pelo emissor das mensagens, o que abre espaço para uma investigação mais detalhada.

Compreender, *ex ante*, quais as etapas do processo comunicacional que apresentam os maiores riscos à geração de elevados graus de *fidelidade* é tarefa essencial para os gestores de política. Para isso, é necessário que se conheça o processo como um todo. Este capítulo tem como objetivo trazer elementos da área da Comunicação à arena da política monetária, bem como analisar as dificuldades intrínsecas enfrentadas pela autoridade monetária em cada uma das etapas desse processo.

Antes de se continuar, deve-se salientar, mais uma vez, o alerta dado na introdução do Capítulo 2: comunicação é um processo e, como tal, o agente A é, ao mesmo tempo, emissor e receptor, o mesmo valendo para B. Neste trabalho, ao se tratar o BC como emissor da comunicação, pretende-se simplesmente facilitar a exposição e a análise teórica. É com esse espírito que as análises que se seguem devem ser encaradas.

4.2. Revisitando o conceito de transparência

O conceito de transparência de BCs, conforme visto no Capítulo 2, costuma estar associado apenas ao aspecto de abertura e revelação de informações ao público. Entretanto, tal associação exclui aspectos relevantes como linguagem utilizada e clareza. Tais aspectos são relevantes à medida que a acurácia da comunicação requer o estabelecimento de um significado para as palavras. Mas, como é bem lembrado por Poole (2003, p. 8), cada palavra pode assumir vários significados, que podem ser distintos entre si. Nesse sentido, alguns autores vêm criticando a abordagem usual e propondo uma definição mais ampla que considere outras variáveis relevantes para a comunicação efetiva entre as partes envolvidas.

Entre esses autores encontra-se Winkler (2000), cujo trabalho sobre transparência vem sendo cada vez mais citado em estudos voltados ao tema. O autor advoga que a transparência de BCs – considerada em seu trabalho como um fenômeno social – deve ser vista como uma medida de **compreensão genuína** da mensagem ou informação transmitida ao setor privado. Logo a seguir esse conceito será melhor detalhado, mas já é possível apontar a intersecção que o mesmo apresenta com o de *fidelidade* (conforme Berlo), uma vez que este último conceito pode ser usado para expressar o grau de obtenção, por parte do emissor, de compreensão (tradução) de uma mensagem, por parte do receptor.

Para que se alcancem níveis elevados na escala do que chama de compreensão genuína, Winkler advoga que o grau de abertura (*openess*), por si só, não é suficiente – como sugere a abordagem tradicional. Por isso, o autor considera três aspectos adicionais em sua definição de transparência. Uma vez que a informação detida pelas autoridades deve ser processada, estruturada, condensada e simplificada, de modo que se torne compreensível para a parte receptora, o aspecto da clareza (*clarity*) na apresentação da mensagem ao público também é relevante. Para que haja clareza, as partes devem compartilhar uma determinada linguagem; 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 BC é apresentada na comunicação externa ao setor privado.

A justificativa por trás da utilização de uma definição ampliada está no fato de que a abordagem da questão da transparência, no que Winkler chama de “velha literatura sobre jogos em política monetária”, apresenta resultados insatisfatórios.⁸⁹ Se, por um lado, tal literatura assume que problemas de transparência podem ser facilmente solucionados – via aumento da quantidade de informações disponibilizadas –, por outro, a superação desses problemas não é suficiente para impedir o surgimento de resultados múltiplos, como os que são encontrados por Barro e Gordon (1983), autores abordados no Capítulo 1. Dessa forma, Winkler advoga que uma definição ampliada do conceito de transparência assume um papel relevante ao conduzir a economia para determinado equilíbrio que se deseje. Sob essa perspectiva, a estratégia de política monetária é identificada não somente como uma função

⁸⁹Para Winkler (2000), a “velha literatura sobre jogos em política monetária” é constituída pelo conjunto de trabalhos desenvolvidos a partir da tradição iniciada com Kydland e Prescott (1977) e Barro e Gordon (1983), conforme visto no Capítulo 1.

de reação do BC, mas também como linguagem cujo papel é o de coordenar expectativas e reduzir a multiplicidade de equilíbrios possíveis.

A mera disponibilidade de um número maior de informações ao público não garante uma compreensão satisfatória do processo decisório dos BCs. 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, conforme visto no Capítulo 2. Elementos como os dados utilizados para tomada de decisões, os objetivos oficiais e as decisões da autoridade monetária podem ser publicamente observáveis, sem grandes dificuldades. Entretanto, a forma pela qual o BC mapeia as informações sobre o estado e funcionamento da economia e toma suas decisões com vistas ao cumprimento de determinados objetivos constitui-se em matéria de extrema complexidade, o que gera dificuldades comunicacionais na interação com os mercados. Tais dificuldades, por sua vez, podem gerar fricções, ambigüidades e falta de transparência, no sentido ampliado, conforme o proposto por Winkler. Nas palavras do próprio autor:

[...] 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)

Compartilhando da mesma opinião, Green (2001, p. 33) acredita que a mera revelação do modelo utilizado para a tomada de decisões e mesmo do programa estatístico empregado pelos gestores de política não seja suficiente para que o público tenha uma idéia acurada do processo decisório que, segundo o autor, é bastante complexo e de difícil transmissão. Esse é um ponto relevante para o contexto brasileiro, uma vez que participantes do mercado defendem uma maior abertura do modelo utilizado pelo BCB na tomada de decisões. Essa conclusão é extraída da leitura de opiniões diariamente veiculadas na mídia e também foi obtida com a análise das respostas à questão 3.7 da pesquisa de campo que será apresentada no próximo capítulo. Essa questão – a única aberta do questionário – procurou captar as percepções dos respondentes sobre informações que poderiam ser transmitidas pelo BCB e não o são. A resposta mais apontada refere-se à maior abertura do modelo utilizado pelos gestores brasileiros. Como já se destacou, Green diria a esses respondentes, que somente essa abertura, se efetivada, não bastaria para que conhecessem com detalhes o processo decisório dos *policymakers* brasileiros.

Para Winkler (2000) um dos papéis da estratégia de política é alcançar uma maior eficiência informacional interna ao BC, que ocorre quando as decisões de política consideradas eficientes são tomadas com base no processamento e avaliação de toda a informação disponível acerca do estado e funcionamento da economia. Entretanto, essa eficiência tem um custo materializado em maior nível de complexidade das análises dos gestores – já que a obtenção da eficiência informacional exige uma avaliação específica em cada estado vigente da economia. Esse custo traduz-se em maior dificuldade encontrada pelo BC na transmissão, de maneira didática e clara, dos principais pontos do processo decisório.

Nesse contexto, a comunicação do BC com o público está sujeita a *trade-offs* envolvendo dois dos aspectos adicionais considerados por Winkler em sua definição de transparência de política monetária. Se a opção do gestor for pela obtenção de eficiência econômica e honestidade no trato com o público, algum grau de clareza na transmissão de mensagens será perdido, uma vez que a eficiência informacional está associada à complexidade e admissão de incertezas relacionadas às decisões tomadas. Se a opção, ao contrário, for pela clareza e eficiência, graus de honestidade serão perdidos, uma vez que algum aspecto da análise interna não estará sendo transmitido em prol da clareza, ou o estará de maneira distorcida. Se a escolha for por honestidade e clareza, perde-se em eficiência informacional, já que as análises e decisões do BC serão mais simplórias, o que reduz a flexibilidade de ação da autoridade monetária diante de situações específicas que exijam decisões mais elaboradas.⁹⁰

A prática dos BCs parece corroborar o argumento apresentado por Winkler, que não apresenta exemplos ilustrativos do trilema proposto. Um exemplo do *trade-off* em que o aspecto clareza pode ser prejudicado é encontrado nos chamados “dois pilares da estratégia de política monetária” do BCE, que, conforme apontado no Capítulo 3, constituem uma estrutura de análise vista por muitos como bastante complexa – o que corresponderia, na visão de Winkler, à eficiência – e condizente com o que é utilizado pelo Banco (honestidade), mas pouco clara.

⁹⁰Ao representar graficamente esses *trade-offs*, Winkler (2000, p. 20) apresenta um triângulo cujos vértices representam a clareza, a honestidade e a eficiência informacional. Essa ilustração é chamada pelo autor de *triângulo da transparência da estratégia da política monetária*. É interessante notar que uma ilustração como essa traz à mente, quase que imediatamente, um outro conjunto famoso de *trade-offs* da macroeconomia, 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 de câmbio fixa e autonomia da política monetária; são possíveis apenas duas quaisquer combinações dessas características.

No que tange ao outro aspecto adicional considerado por Winkler, a compreensão comum, o autor advoga que, apesar de as informações analisadas por diferentes BCs serem, de um modo geral, as mesmas, a forma como tais informações são apresentadas e comunicadas ao público difere bastante. Como uma linguagem, a estratégia de política fornece ferramentas e arcabouço necessários para estruturar o raciocínio dos gestores de política. Essa analogia fornece duas lições. A primeira, é que não importa qual é a linguagem escolhida e sim que ela seja compartilhada pelas partes envolvidas no processo de comunicação. A segunda, é que a linguagem utilizada deve ser aprendida e os benefícios coordenados de sua utilização derivam do uso consistente dos termos ao longo do tempo e ao longo das diversas situações.

A seguir, a questão apontada por Winkler será aprofundada em direção à área da Comunicação. Deve-se ter em mente, contudo, que essa incursão tem como único objetivo oferecer a possibilidade de ampliação dos horizontes teóricos para um exame crítico das dimensões comunicacionais envolvidas na política monetária. Assim, não se tem aqui a menor pretensão de esgotar ou discutir exaustivamente todos os aspectos relacionados a essa área tão complexa que é a da Comunicação. Aliás, nenhum trabalho, em qualquer área em que se situe, tem a capacidade de exaurir todos os aspectos relacionados ao objeto de estudo. Adicionalmente, é possível que aspectos até agora não integrados ao conhecimento humano façam parte do cenário analítico futuro. As próximas seções também não apresentam uma reconstituição histórica da evolução do estudo dessa área do conhecimento. Portanto, a leitura que se deve fazer dos próximos parágrafos é a de um pesquisador preocupado em adquirir conhecimento acerca do quadro geral do assunto, com vistas a aplicá-lo à relação entre BCs e mercados financeiros.

4.3. Elementos da comunicação humana

Para efeitos de aplicação à relação entre BCs e mercados, a comunicação que aqui será discutida é a humana. A menção a essa aparente obviedade se faz necessária porque, a depender da definição dada ao conceito de comunicação, assume-se, por exemplo, que máquinas ou sistemas eletrônicos também se comunicam entre si. Ainda de acordo com os propósitos da dissertação, a análise que se segue enfatiza as formas faladas e/ou escritas de comunicação – gestos também constituem formas comunicacionais. Feitos esses esclarecimentos, é prudente que se inicie essa incursão com um breve mapeamento geral acerca da abrangência, complexidade e relação dessa área do conhecimento com outras.

4.3.1. Um breve mapeamento acerca da Teoria da Comunicação

Em se tratando de um fenômeno humano, a comunicação já é, por si própria, abrangente e multidisciplinar. A própria definição do que seja comunicação não é uma tarefa das mais simples, pois, como foi antecipado na introdução do Capítulo 2, seu significado etimológico já traz certo grau de ambigüidade. Littlejohn (1982, p. 36) destaca a abstração desse conceito e a multiplicidade de significados que assume.

Dada essa natureza abrangente e multidisciplinar, a Teoria da Comunicação não poderia deixar de ser uma área multiteórica. Littlejohn (1982, p. 34) aponta que há uma diversidade de teorias existentes relacionadas com a comunicação; o principal motivo para tal característica é que “a comunicação consiste num processo ubíquo e complexo”. Mas, na avaliação do autor, não é útil procurar a “teoria final” ou a melhor das teorias, pois essa busca depende dos interesses específicos do analista. Nesse sentido, o que se chama nesta dissertação de *Teoria da Comunicação* tem um uso amplo e livre, não fazendo referência a nenhum arcabouço teórico específico, a menos que se diga o contrário.

A despeito do interesse geral pelo tema da comunicação, a natureza dos interesses varia de acordo com a área do conhecimento que utiliza suas contribuições. Littlejohn (1982, p. 35) defende que áreas de estudo como Agricultura, Administração, Política e Saúde Pública são classificadas no grupo de “disciplinas de conteúdo”, cujo interesse é a aplicação de princípios comunicacionais descobertos em outras áreas a situações práticas. A partir da caracterização dada a esse grupo de disciplinas, pode-se classificar a Economia como pertencente ao mesmo grupo, apesar de não estar citada pelo autor. Destaca-se, ainda, que a análise da interação entre BCs e mercados, sob a ótica proposta neste trabalho, constitui uma aplicação de princípios da Comunicação. Outras áreas são classificadas como “disciplinas de processo”, que se interessam pelo processo comunicacional de um ponto de vista acadêmico (Psicologia e Sociologia, por exemplo) ou “disciplinas do comportamento de comunicação” (Jornalismo, por exemplo), que estudam certas condutas específicas de comunicação.⁹¹

Por apresentar uma natureza complexa e multidisciplinar, a representação do processo comunicacional através de um único modelo é impossível. A maioria dos modelos e

⁹¹Vide Littlejohn (1982, p. 35) para maiores detalhes.

definições de comunicação deriva da perspectiva psicológica, na qual a interação entre os agentes se dá através da transmissão e recepção de estímulos da comunicação (TRENHOLM, 1995, p. 33). De acordo com essa perspectiva, o agente A tem uma idéia que deseja comunicar ao agente B. Para isso, codifica sua idéia, ou seja, a traduz em uma mensagem que possa ser compreendida por B e a transmite através de um canal. Ao receber tal mensagem, B a decodifica e reage. Durante o processo de codificação e decodificação, os dois agentes envolvidos filtram as mensagens através do conjunto mental que adquiriram (crenças, valores, atitudes, sentimentos etc).

Trenholm (1995, p. 36) ressalta que, a despeito de ser a mais utilizada nas análises do processo comunicacional, a perspectiva psicológica apresenta espaço para críticas. Por exemplo, tal perspectiva ignora o contexto social no qual a comunicação ocorre e implica que uma boa comunicação tem mais chances de ocorrer entre pessoas que tenham as mesmas idéias. Por isso, a autora advoga que outros pontos de vista – todos sujeitos a lacunas – também são relevantes e que todas as perspectivas, tomadas em conjunto e como complemento uma da outra, são necessárias para se alcançar uma compreensão completa da comunicação humana.⁹²

Como já se mencionou, esta dissertação não tem a pretensão de trazer à tona a totalidade das dimensões envolvidas na interação aqui estudada, apenas a de destacar alguns elementos da Comunicação que podem contribuir para uma melhor análise do tema. Por isso, dados os propósitos de generalidade estabelecidos para a incursão que aqui se faz, apenas a perspectiva psicológica será adotada na análise.

4.3.2. Um modelo de comunicação humana

Os vários aspectos da comunicação humana não se tornaram objeto de preocupação de estudiosos apenas com expansão territorial propiciada pelas grandes navegações ou com a

⁹²Trenholm (1995) apresenta duas outras perspectivas principais. A *perspectiva da estrutura social (social constructionist perspective)* enfatiza a relação entre comunicação e cultura, na qual as pessoas, já ao nascerem, são providas por uma cultura e por representações coletivas da realidade. Nesse contexto, uma comunicação bem-sucedida é aquela na qual as normas e regras sociais são seguidas no ato comunicacional. Entretanto, características individuais são desconsideradas nessa perspectiva. A *perspectiva pragmática (pragmatic perspective)* analisa a comunicação como um sistema de movimentos interdependentes, no qual cada agente é afetado pelo que o outro faz, como num jogo de xadrez. O problema aqui é que apenas o que acontece no “tabuleiro” importa. O contexto cultural, fatores como intenções, desejos e necessidades, local do “jogo” e quem são os jogadores são desconsiderados na análise.

invenção do telégrafo, do telefone e da internet. Nas civilizações antigas, como a Babilônia e o Egito, já havia interesse pelo assunto. Os filósofos da Grécia antiga, por sua vez, preocupados com o debate e a argumentação, estudavam a arte da retórica. A esta última Aristóteles se referia como “a procura de todos os meios possíveis de persuadir” (BELTRÃO, 1982, p. 93; TRENHOLM, 1995, p. 4) e distinguia, já no século IV a.C., os seguintes elementos básicos do processo comunicacional:

A pessoa que fala (QUEM)

O discurso que pronuncia (QUE)

A pessoa que ouve (QUEM)

Vários dos modelos atuais de comunicação constituem derivações mais complexas do modelo aristotélico. Entretanto, os elementos básicos do processo são mantidos (a pessoa que fala, a mensagem que transmite e a pessoa que ouve). A seguir, com base em Berlo (1972), será apresentado um modelo de comunicação humana. Os elementos desse modelo são a fonte, o codificador, a mensagem, o canal de transmissão (um termo também utilizado em política monetária), o decodificador e o receptor.

Na comunicação humana, a *fonte* representa um indivíduo (ou grupo de indivíduos) que deseja comunicar suas idéias, necessidades, intenções e objetivos a outros indivíduos. Tal tarefa é feita através de uma *mensagem* que, por sua vez, é formada por um código (um conjunto sistemático de símbolos). A tradução dessas idéias, necessidades, intenções e objetivos em código requer a existência de um *codificador*. Uma vez elaborada, a mensagem é transmitida através de um *canal*, cujo conceito assume várias acepções possíveis. Berlo (1972, p. 62) utiliza analogias para descrever três significados para o referido termo. O primeiro significado faz menção ao canal como um “cais” – os órgãos dos sentidos, de onde partem ou chegam as mensagens. A segunda analogia refere-se ao canal como um “barco” – que são os veículos que transportam a mensagem, tais como as ondas sonoras na comunicação oral. Por fim, também pode ser visto como “água”, que constitui o elemento transportador do “barco” – na comunicação oral, por exemplo, o ar, ao sustentar as ondas sonoras, desempenha

esse papel.⁹³

Nenhuma comunicação terá ocorrido apenas com os elementos apresentados até aqui. Na outra ponta do canal de transmissão da mensagem encontra-se uma outra pessoa (ou grupo de pessoas), chamada *receptor*, que representa o “alvo” da fonte emissora no processo comunicacional. Essa pessoa, por sua vez, precisa de um *decodificador* para decifrar a mensagem recebida, de modo a colocar essa mensagem em formato que possa ser utilizado. As funções codificadora e decodificadora são exercidas pelas habilidades motoras – seu mecanismo vocal e sistemas musculares (que produzem a escrita, desenhos, gestos etc) – e sensoriais, respectivamente. Nos modelos mais simples, que tratam da comunicação de pessoa para pessoa, a fonte e o codificador normalmente são agrupados no mesmo indivíduo, bem como o são o receptor e o decodificador. Em situações mais complexas, contudo, tais funções podem encontrar-se separadas.

Alguns exemplos didáticos são citados por Berlo (1972, p. 38) para ilustrar a presença dos seis elementos do modelo. Uma pessoa A, por exemplo, cujo objetivo é convidar B para sair, tem o mecanismo vocal como codificador. A mensagem – expressa pelo convite – é transmitida por ondas sonoras, através do ar, para B que, ao ouvir o convite, o decodifica em um impulso nervoso remetido ao seu sistema nervoso central. A reação de B ocorrerá através de seu mecanismo vocal sob forma de nova mensagem. Um segundo exemplo é dado pela leitura de um livro, cujo autor constitui a fonte da comunicação. O codificador foi o mecanismo de escrita do autor, que produziu o manuscrito – o computador, os digitadores e as impressoras também têm função codificadora. A mensagem enviada está sob forma de palavras impressas nas páginas do livro e é transmitida ao leitor por intermédio do próprio livro, através de ondas luminosas. A visão do leitor-receptor constitui o decodificador: ao ler a mensagem sua visão a decodifica e torna a traduzi-la em um impulso nervoso que, por sua vez, é enviado ao sistema nervoso central, responsável por uma reação.

Conforme já se destacou, a comunicação é um processo bastante complexo. Por isso, os autores que lidam com esse tema advogam que, mesmo em situações simples, como as ilustradas no parágrafo anterior, há a possibilidade de ocorrência de falhas. Berlo (1972)

⁹³ Littlejohn (1982) destaca que nem todas as acepções que o termo canal assume são objeto de estudo de teóricos da Comunicação. Algumas dessas acepções constituem interesse de profissionais como engenheiros, físicos, biólogos e químicos.

aponta que falhas serão geradas quando os objetivos não estiverem muito nítidos na cabeça da fonte, quando existirem linhas cruzadas entre o sistema nervoso e o codificador – por exemplo, em virtude de alguma deficiência fonética por parte da fonte –, quando os canais de transmissão estiverem sobrecarregados – por exemplo, sujeitos a sons concorrentes em excesso – e quando existirem diferentes culturas entre a fonte e o receptor. Na mesma linha de raciocínio, Williams (1987, p. 12) chama a atenção para a possibilidade de existência de duas categorias de “filtros” no processo comunicacional, definidos como fontes de fricções existentes entre o emissor e o receptor de mensagens. Filtros tecnológicos são caracterizados pelas limitações que alguns canais de comunicação impõem para acomodar uma representação completa da mensagem. Um dos exemplos citados pelo autor é o telefone, limitado pela ausência de informação visual. Filtros psicológicos, por sua vez, são mais complexos, pois se referem aos efeitos de vieses de atitude e equívocos na interpretação de mensagens.

Sob o contexto mais amplo dos modelos da perspectiva psicológica, Trenholm (1995) defende que a comunicação possuirá mais chances de sucesso quando o significado que os agentes atribuírem à determinada mensagem for similar ou idêntico. Por outro lado, falhas ocorrerão quando o significado intencionado pela fonte diferir daquele que é interpretado pelo receptor. Isso ocorrerá quando os conjuntos mentais das duas partes envolvidas no processo forem suficientemente diferentes para não haver experiência alguma compartilhada, quando a fonte utilizar um código desconhecido pelo agente que recebe a informação transmitida, quando o canal de transmissão estiver sobrecarregado ou sujeito a ruídos, quando houver pouca ou nenhuma possibilidade de *feedback* ou ainda quando o receptor estiver distraído com estímulos internos concorrentes à mensagem enviada.

A escolha do canal de transmissão, por sua vez, também representa um fator importante na efetividade do processo comunicacional. Berlo (1972, p. 65) defende que a seleção do canal adequado constitui-se em assunto complexo, uma vez que vários fatores determinam sua seleção, tais como o que existe disponível como canal, a restrição orçamentária existente e as preferências da fonte. Além disso, é relevante que se identifiquem os canais adequados para se atingir o maior número de pessoas e pelo menor custo, gerar o maior potencial de impacto sobre a audiência e que sejam os mais adaptados aos objetivos da fonte e ao conteúdo da mensagem. Ademais, o autor advoga que dois canais, em geral, resultam em melhores

resultados do que apenas um e que o receptor reterá melhor a mensagem se puder ter uma informação expressa em termos escritos e visuais. Entretanto, alerta que ainda há muito que se pesquisar em assuntos como esse e, por isso, a escolha de determinado canal em detrimento de outro geralmente não se dá por motivos solidamente formados.

Já no que concerne à mensagem, Berlo (1972, p. 59) chama a atenção para o fato de que a fonte emissora dispõe de diversas formas pelas quais pode transmitir sua informação ao receptor, uma vez que há muitas escolhas que podem ser tomadas em relação a qual código e conteúdo serão utilizados e de que forma os mesmos serão dispostos na mensagem. Mas esse tratamento da mensagem – que inclui também o método com o qual a mensagem será transmitida –, não é determinado somente por fatores intrínsecos à personalidade e outras características da fonte, o que expressa seu estilo de comunicação. Considerações acerca do receptor também influenciam o tratamento, pois:

Comunicar é procurar resposta do receptor (...) Como fontes, precisamos manter o receptor em mente durante todo o tempo. Escolhemos o código que nosso receptor entenda. Seleccionamos elementos de código que lhe chamem a atenção, que lhe sejam fáceis de decodificar. Estruturamos esses elementos, a fim de minimizar o esforço requerido para decodificar e interpretar a mensagem. Escolhemos um conteúdo que seja convincente para o receptor, que seja pertinente ao seu interesse, às suas necessidades. Finalmente, tratamos a mensagem geralmente com o fim de conseguir o máximo efeito possível – de cumprir o nosso objetivo. (BERLO, 1972, p. 61)

A recomendação defendida na citação acima sugere que a fonte emissora, ao elaborar sua mensagem, deve preocupar-se com quem estará na outra ponta do processo, recebendo essa mesma mensagem. Se esta última estará ou não clara e se será ou não adequada para determinado contexto e audiência, dependerá das percepções dos agentes envolvidos na comunicação. O que pode parecer, aos olhos do emissor, um conteúdo claro e relevante, pode não o ser aos olhos dos receptores como um todo, ou mesmo de determinados receptores *vis-à-vis* outros. Nesse sentido, algumas considerações acerca da relação entre percepção e comunicação merecem espaço neste trabalho, o que ocorrerá mais adiante.

Antes disso, porém, deve-se trazer os elementos do modelo teórico utilizado por Berlo para a realidade abordada neste trabalho. A abordagem do referido modelo não constitui linha recente de pesquisa – e nem mesmo consensual – na área de Comunicação, mas apresenta um bom poder explicativo para descrever vários aspectos do processo comunicacional entre BCs e mercados, o que o torna elegível para tal tarefa.

4.4. BC e mercados sob a perspectiva de um modelo comunicacional

Esta seção será dedicada à identificação e análise dos elementos teóricos descritos acima, aplicados ao contexto da política monetária. A apresentação que se segue traz os seis elementos comunicacionais considerados por Berlo, em três subseções distintas. Esse tratamento tem o intuito de, novamente, simplificar a análise, uma vez que todos esses elementos se relacionam intimamente entre si. Assim, apenas para citar um exemplo, a codificação e a escolha do canal utilizado devem considerar o receptor no processo, como já foi ressaltado antes. Portanto, não são elementos que devam ser vistos isoladamente.

4.4.1. Fonte e codificador

Dentro dos limites impostos pela simplificação teórica que aqui se faz, é válido considerar os gestores como fontes emissoras no processo comunicacional. Em alguns casos, o *policymaker* também acumula a função codificadora. Em outros, as funções de fonte e codificador encontram-se dissociadas, uma vez que relatórios com análises e projeções são, muitas vezes, elaborados por assessores ou técnicos dos departamentos de pesquisa dos BCs, mesmo que sob orientação e supervisão dos gestores.⁹⁴

A codificação em mensagens, de intenções, objetivos de curto prazo e percepções acerca do estado e funcionamento da economia, contudo, não é tarefa elementar, uma vez que existem incertezas (conforme apontado no Capítulo 1) e subjetividade (conforme Capítulo 2) na formulação de política monetária e porque parte da audiência está sujeita a reações exageradas. Adicionalmente, deve-se considerar que parte dos fatores que influenciam a visão de mundo dos gestores só se manifesta àqueles que se encontram atrás dos muros do banco central, sendo de difícil transmissão, através de palavras, ao público que atua do lado de fora. Trata-se do conhecimento tácito (de difícil codificação), tão discutido por Michael Polanyi (1957). Esses argumentos, ao mesmo tempo em que impõem dificuldades à codificação, reforçam a visão de Winkler (2000) acerca da completa obtenção de transparência.

⁹⁴Raciocinando de forma inversa, pode-se dizer que os gestores são os receptores dos insumos informacionais provenientes da economia e utilizados para a tomada de decisões e, seus técnicos, os decodificadores desses insumos.

Um outro aspecto – complementar aos que foram apresentados acima – que emerge na discussão da função codificadora em política monetária é o de que as decisões da maioria dos BCs são tomadas por comitês de política monetária. Para citar apenas os exemplos apresentados no capítulo anterior tem-se que: (i) o Copom é formado por 9 membros votantes, mas conta, na primeira sessão de sua reunião mensal, com a participação de chefes de departamento, consultores e assessores; (ii) o FOMC é composto por 19 indivíduos, sendo 12 os membros votantes; (iii) no BCE, as decisões são tomadas por 18 pessoas, sendo os seis membros da Comissão Executiva e os doze presidentes dos bancos centrais nacionais da região do euro; e (iv) o MPC do BoE é composto por 9 pessoas. O RBNZ, como já se destacou, tem uma estrutura segundo a qual as decisões são de responsabilidade de seu governador, o que deixa ao CPM local um papel apenas de aconselhamento de políticas.

Ao analisar a comunicação externa dos BCs, Blinder *et al* (2001, p. 49, nota de rodapé 55) diferenciam dois tipos de comitês de política monetária. De acordo com os autores, o primeiro é definido como individualista, pois a principal responsabilidade externa de seus membros é justificar e defender em público suas próprias posições e julgamentos individuais. O segundo tipo é o colegiado, cuja principal responsabilidade externa de seus membros é justificar e defender em público a decisão coletiva do CPM.⁹⁵ Por mais ampla que seja a autorização para que membros dos comitês expressem suas opiniões pessoais, a maior parte da comunicação externa dos bancos centrais assume uma dimensão institucional, o que desperta uma reflexão acerca de desafios e cuidados especiais na codificação de documentos e publicações destinados ao público externo.

Em comitês compostos por indivíduos que tenham percepções, experiências e objetivos distintos, o grau de debate interno tende a ser maior, com a apresentação de diferentes pontos de vista. A diversidade de opiniões, por um lado, permite o estabelecimento de um “sistema interno de equilíbrio e contrapesos” e dificulta a predominância de “opiniões idiossincráticas” (BLINDER, 1999a, p. 42). Por outro, impõe alguns desafios adicionais à obtenção de consenso e, portanto, à comunicação externa institucional, principalmente nos comitês

⁹⁵Também é possível classificar os comitês de política pela forma como o processo decisório se dá. De maneira geral, nos comitês individualistas tomam-se decisões com base na idéia de um membro, um voto. Nos comitês coletivos, ao contrário, apresentam-se propostas de política, que são votadas por cada membro, mas sempre se procurando chegar ao consenso.

colegiados.⁹⁶ Opinião como essa é defendida por autores como Bernanke (2004, p. 8), um dos atuais membros do FOMC, para quem a provável diversidade de visões e opiniões existentes entre os membros votantes dos CPMs cria desafios adicionais à comunicação efetiva da autoridade monetária. Para o caso brasileiro, a percepção dos respondentes que participaram da pesquisa de campo realizada é a de que é necessário que o BCB divulgue mais as discussões internas ocorridas no Copom, tanto em termos de quantidade como de clareza, itens que receberam nota média inferior a 5 (em escala de zero a dez), apesar de terem sido considerados relativamente importantes para a tomada de decisões dos agentes (vide resultados da questão 3.6 da pesquisa de campo; o elevado desvio padrão obtido por esse item, contudo, indica que há alguma discordância entre os agentes em relação a esse ponto).

4.4.2. Canal e mensagem

Entre os diversos canais utilizados pelos BCs – vários dos quais citados na seção 3.2 –, Fracasso *et al* (2003, p. 8) destacam aqueles que se apresentam em formas escritas, uma vez que possibilitam a transmissão de detalhes acerca da estrutura analítica e outras informações que pautam as decisões dos gestores. Conforme ficou explicitado com o sumário das políticas comunicacionais de alguns dos principais BCs do mundo, apresentado no capítulo anterior, atualmente quase toda a comunicação em política monetária se dá por canais que são ou podem ser apresentados em formas escritas, normalmente disponibilizados através das *homepages* institucionais dessas instituições.

Cada um dos canais de comunicação externa da autoridade monetária tem uma finalidade específica, mas são todos complementares entre si para os objetivos de política monetária, sejam os de exercício de influência sobre os mercados ou os de prestação de contas à sociedade. Alguns canais, contudo, são percebidos como mais importantes e influentes em determinado regime de política e menos em outros. Note-se, também, que fatores como a tecnologia disponível, a legislação vigente, o perfil da audiência – desde estudantes secundaristas até operadores de mesa, passando por jornalistas, sindicalistas, empresários e

⁹⁶Blinder (1999a, p. 41) advoga que essa diversidade também gera uma tendência de inércia nos comitês, o que, em sua opinião, pode ser explicado pelas seguintes razões: os comitês agregam preferências individuais, precisam ser liderados – o que, normalmente, é feito pelo presidente do BC – e, em geral, tendem a adotar posições “meio-termo” em questões difíceis.

legisladores – e o estilo de fazer política econômica das autoridades de plantão podem conduzir à utilização mais intensiva do canal A e menos do B.

A despeito das especificidades inerentes a cada país e ao instante de tempo considerado, alguns canais de comunicação destacam-se no universo dos BCs. O estudo de Connolly e Kohler (2004), por exemplo, revela que os comentários que se seguem às decisões de juros, as divulgações de relatórios de política monetária e os depoimentos de gestores ao Poder Legislativo constituem os canais com maior influência sobre as expectativas de política futura, através da variância das taxas futuras de juros. Tal conclusão é obtida com a análise individual e conjunta (dados em painel) de seis BCs, todos de países industrializados, mas com diferentes regimes de política monetária.⁹⁷ Os autores reconhecem que uma comunicação pobre ou mal interpretada pode causar volatilidade desnecessária nos mercados, mas acreditam que se a comunicação dos BCs tem alguma influência, então deve gerar aumento na variância das taxas de juros, resultado que é encontrado. Por esse motivo, não se preocupam com a direção das expectativas em resposta à divulgação dos vários canais comunicacionais de política monetária, mas sim com a existência de impactos. Conforme já se destacou anteriormente, um diferencial desta dissertação em relação a outros trabalhos que enveredam pelo mesmo tema é justamente a busca, não da direção propriamente dita, mas sim do sentimento do mercado em relação à política comunicacional do BC, o que será discutido no Capítulo 5.

No que tange mais diretamente à mensagem dos BCs aos mercados, diversos conteúdos e formatos informacionais podem ser gerados, conforme tem sido apontado ao longo deste trabalho: objetivos de curto e longo prazo, decisões de política, projeções quantitativas e qualitativas, modelo balizador das decisões, percepções acerca do estado e funcionamento da economia e sinais acerca de decisões futuras. Independentemente de qual seja a mensagem gerada, a recomendação de Berlo (1972, p. 59), apresentada na seção anterior, é largamente aplicável ao contexto aqui abordado: o emissor sempre deve ter em mente o receptor. Os episódios apresentados no Capítulo 3 exemplificam o quão sensíveis os mercados financeiros são à linguagem dos bancos centrais, o que impõe a estes últimos algumas restrições comunicacionais. Daí não se deve concluir, porém, que todo e qualquer desvio entre a mensagem intencionada e a mensagem interpretada tem a autoridade monetária como fonte

⁹⁷Os autores analisam os BCs da Austrália, Canadá, Nova Zelândia e Reino Unido, que operam sob regime de metas de inflação, e dos EUA e Zona do Euro.

geradora. Essa questão será aprofundada na seção 4.5, que traz uma discussão acerca do papel das percepções na comunicação.

4.4.3. Decodificador e receptor

O papel de decodificador de mensagens da autoridade monetária pode ou não estar associado diretamente aos agentes que efetivamente tomam as decisões no mercado financeiro. Os resultados da resposta à questão 2.2 (que apresenta várias fontes de informação e pede, ao respondente, que classifique cada uma dessas fontes de acordo com o grau de importância em sua tomada de decisões ou elaboração de cenários) do questionário elaborado para esta dissertação mostram o papel predominante das agências de notícias em tempo real como fonte de informações de economistas, operadores de mesa, gestores de fundos e tesoureiros. Não se pode descartar, com isso, que as informações disponíveis nesses veículos contêm algum grau de interpretação jornalística acerca das fontes originais de notícias. Tal característica conduz a uma reflexão que merece ser feita neste momento.

De maneira geral, a decodificação das mensagens (ou, dito de outra forma, a extração de sinais) provenientes das autoridades monetárias ocorre em uma das três seguintes categorias no que tange à utilização final de seu conteúdo informacional: (i) agentes que utilizarão as informações do BC para tomar decisões; (ii) agentes que, ao utilizar essas informações ou outras de natureza privada, são vistos como formadores de opinião por outros participantes do mercado; e (iii) jornalistas pertencentes às mais diversas formas de imprensa. Não se pode descartar, contudo, que combinações envolvendo mais de uma dessas categorias também são prováveis.

As três categorias explicitadas no parágrafo anterior apresentam potencial de distorção, por menor que seja, do significado contido em determinada mensagem do BC. Entretanto, em geral, os dois primeiros casos apresentam profissionais que vivem o dia-a-dia do mercado, no seu aspecto prático. No caso dos jornalistas, porém, por mais que tenham conhecimento sobre o mundo financeiro, as dificuldades de interpretação são maiores, como sugere o jornalista econômico Bernardo Kucinski (1996), ao afirmar que o desafio – ainda não vencido – de traduzir processos econômicos complexos em linguagem acessível, a ausência, muitas vezes, de espírito crítico em relação às fontes oficiais, a pouca autonomia ideológica do jornalista em

relação a algumas classes, a possibilidade de manipulação de dados estatísticos no debate econômico e os erros conceituais freqüentes por parte dos jornalistas constituem-se em alguns dos fatores que afetam a rotina do profissional dedicado ao jornalismo econômico.

Diante do exposto, não se pode descartar a possibilidade de que interpretações equivocadas acerca de determinada mensagem dos gestores de política, nos mais diversos níveis do processo comunicacional, venham a ocorrer. Essa possibilidade se assemelha ao que acontece na brincadeira do telefone sem fio, no qual um determinado conteúdo informacional é distorcido por cada indivíduo que o recebe e o transmite adiante. Essa questão assume maior importância quando se considera a velocidade com a qual as informações são transmitidas atualmente e a natureza característica dos mercados, sujeitos a tomadas de decisões rápidas e, muitas vezes, baseadas na ação coletiva.

Nos capítulos anteriores, a ponta receptora do processo comunicacional foi considerada, implicitamente, como uma massa formada por vários indivíduos que têm percepções similares. Sob a hipótese de heterogeneidade dos agentes que constituem o público receptor no processo comunicacional, a questão da escolha do canal de transmissão é ainda mais conflitante para os BCs. Esse ponto é abordado por Winkler (2000, p. 19), ao destacar que a qualidade (*ex post*) do conteúdo informacional dependerá das intenções e capacidades de codificação por parte do emissor e da interpretação de cada receptor. O balanço privado, por parte de cada agente-receptor, de benefícios e custos associados à busca, processamento e interpretação de informações, bem como o horizonte de tempo considerado, impõem necessidades de informação e, portanto, de níveis ótimos de clareza daquela informação, que diferem de agente para agente.⁹⁸

A discussão apresentada ao longo de toda essa seção gera questionamentos acerca do quão efetiva é uma mensagem ou, utilizando Berlo, qual é o grau de *fidelidade comunicacional* obtido com essa mensagem. A obtenção de reações em direção e magnitude suficientes para que determinados objetivos de política sejam alcançados, depende dessa *fidelidade*, que se manifesta, por exemplo, através das expectativas dos agentes. Entretanto, as expectativas estão sujeitas a fatores não técnicos. Segundo Katona:

⁹⁸A diferenciação de necessidades e capacidades intrínsecas entre os agentes do mercado explica a heterogeneidade argumentada por Winkler. No caso específico do mercado financeiro, por exemplo, os horizontes de tempo relevantes para operadores que lidam com determinados instrumentos podem ser diferentes dos horizontes de profissionais que lidam com outros instrumentos.

If economic theory is to serve as a guide for policymakers, it must be based more on real-world behavior and less on logical abstraction. Economists should examine psychological evidence on how expectations are actually formed. (KATONA, 1980, p. 32)

De acordo com a recomendação de Katona, os gestores de política precisam aprender a lidar com fatores subjetivos na formação das expectativas dos mercados, que dependem das percepções dos agentes em relação à situação econômica e às ações (presentes e futuras) do BC. Nesse contexto, uma análise da relação entre percepções e comunicação torna-se essencial para os propósitos deste trabalho.

4.5. O papel das percepções na comunicação

No Capítulo 2 foram vistos os mecanismos teóricos pelos quais as expectativas dos agentes em relação às ações da autoridade monetária influenciam os preços dos juros longos, da taxa de câmbio e dos preços das ações, variáveis financeiras relevantes que afetam a demanda agregada. Conforme foi salientado, as expectativas estão intimamente relacionadas às percepções dos agentes. Ao emitir mensagens, porém, os banqueiros centrais não têm a certeza de que os agentes reagirão da maneira desejada, ou ainda, que um número suficiente de agentes, para que determinado resultado agregado seja alcançado, será obtido. Esse é um ponto relevante, dado o contexto de efetividade da política monetária através dos mercados financeiros.

A questão apontada no parágrafo anterior sugere a relevância de se fazer uma reflexão acerca dos fatores que influenciam a percepção e o processamento de informações por parte dos indivíduos que compõem a ponta receptora no processo comunicacional. Daí não se segue, contudo, que as percepções dos gestores de política – inclusive em relação à provável reação dos mercados às ações de política –, assim como a forma como estes processam informações provenientes do setor privado e de outras esferas governamentais não sejam relevantes.

De acordo com a literatura de Comunicação utilizada neste trabalho, o processo de decodificação de mensagens envolve a percepção dos agentes e a forma como estes processam as informações que recebem. Esse é um processo segundo o qual as pessoas interpretam estímulos recebidos pelos cinco sentidos (por onde também são transmitidos tais estímulos) e que sofre influências tanto de aspectos físicos desses estímulos (influência

estrutural) quanto psicológicos (influência funcional) (SEVERIN e TANKARD, Jr., 2001, p. 73). O primeiro conjunto de aspectos tem sua relevância principalmente quando determinado objeto ou pessoa parece ser (físicamente), aos olhos dos observadores, algo que na verdade não é. Entretanto, para os propósitos definidos nesta dissertação, apenas a influência funcional será abordada.

Na visão de Trenholm (1995, p. 54), que enfatiza os fatores psicológicos, a percepção humana constitui-se em um processo tanto cognitivo quanto social. É cognitivo porque envolve esforço mental; tem uma dimensão social porque “as categorias utilizadas por um indivíduo para processar informações são compartilhadas com outros indivíduos e validadas pelo consenso social”. A autora defende que as percepções são influenciadas por “esquemas cognitivos” (*cognitive schemata*) adquiridos pelas pessoas. Tais esquemas são representações mentais de objetos, tipos (protótipos) de pessoas e seqüências de ações (*scripts*) que ajudam os indivíduos a identificar e organizar uma nova informação. Alguns eventos ou objetos são facilmente classificados em determinado esquema; outros, porém, exigem que novos esquemas sejam criados ou que os antigos sejam modificados. Por um lado, a utilização de tais esquemas agiliza e torna mais fácil o processamento de informações, mas, por outro, pode distorcer as percepções ou torná-las enviesadas.

A realização de experimentos conduzidos por psicólogos corrobora a possibilidade apontada no final do parágrafo anterior. Alguns desses experimentos são relatados por Severin e Tankard, Jr. (2001) e levam à conclusão de que, entre os fatores psicológicos que influenciam a percepção humana, encontram-se as experiências passadas, a perspectiva cultural do agente que observa um objeto ou uma outra pessoa e as motivações (necessidades), humores e atitudes das pessoas.⁹⁹

Outro ponto relevante a ser considerado no processo de decodificação da comunicação refere-se à maneira como os agentes processam as informações. A forma como esse processamento ocorre está intimamente relacionada com as percepções e pode, sob vários aspectos, resultar em falhas ou em interpretações, por parte dos receptores, que sejam indesejadas pelo emissor da mensagem. Essa é uma possibilidade que parece ser bastante preocupante para os gestores de política monetária e, por isso, merece algumas considerações. De acordo com Trenholm

⁹⁹Vide Severin e Tankard, Jr. (2001, p. 74) para maiores detalhes desses experimentos.

(1995, p. 61), o processamento de informações – advindas, por exemplo, sob a forma de mensagens – pode ser dividido em três etapas, quais sejam, a da atenção, a da interpretação e a da retenção. A autora apresenta e discute alguns dos problemas que podem surgir em cada uma dessas etapas, o que influenciará as percepções em relação às mensagens e, por conseguinte, o próprio processo comunicacional.

A primeira etapa do processamento de informações é a da atenção por parte do receptor diante de estímulos externos. A atenção pode ser voluntária ou involuntária. A primeira ocorre quando, conscientemente, o agente foca sua atenção em determinado estímulo; normalmente, é influenciada pela realização de objetivos e planos pessoais. A atenção involuntária, por sua vez, está fora do controle do agente afetado; é espontaneamente atraída por propriedades intrínsecas ao estímulo, tais como sua intensidade, complexidade, grau de surpresa e inconveniência. Trenholm (1995, p. 62) advoga que o emissor de uma mensagem terá mais chances de capturar a atenção de sua audiência se simplesmente deixar que esta última saiba que uma informação relevante (para as suas próprias necessidades, objetivos e planos) está disponível. Para os propósitos da relação do BC com os mercados, isso ocorre quando a autoridade monetária divulga, previamente, as datas de suas reuniões e de divulgação de documentos, ou ainda quando envia mensagens eletrônicas nas quais informa aos receptores que determinada informação foi divulgada. Falhas na atenção podem resultar em direcionamento do foco para detalhes não importantes e perda dos elementos centrais da mensagem.

A etapa da interpretação é dividida em duas partes: a compreensão e a aceitação. A primeira ocorre quando os agentes compreendem o significado e as intenções contidos na informação. Para isso, é necessário que exista uma linguagem comum sendo utilizada (WINKLER, 2000). A aceitação ocorre quando receptores avaliam que lhes será proveitoso continuar o processamento da informação recebida. O resultado da aceitação será a incorporação, por parte dos receptores, de elementos da mensagem em seus sistemas de crenças e a atuação com base nesses elementos. Se a compreensão falhar, os agentes estarão confusos e incertos acerca dos pontos relevantes da mensagem. Sem algum grau de compreensão, uma completa aceitação será impossível. Sem algum grau de aceitação, por sua vez, os agentes rejeitarão a mensagem sem dar-se ao trabalho de compreendê-la.

Trenholm (1995, p. 64) advoga que, para melhorar o grau de compreensão de uma mensagem, o emissor deve relacioná-la a uma informação antiga, de modo a criar uma sequência lógica para o receptor. Tal ação se faz necessária no contexto da discussão anterior sobre “esquemas cognitivos”, segundo a qual as pessoas relacionam as mensagens com coisas já conhecidas e incorporadas. Por isso, o emissor deve esforçar-se para se adaptar ao nível intelectual e ao grau de *expertise* do receptor com o tema, construindo os argumentos de forma coerente e interconectada, assim como permitindo que haja *feedback*, para que saiba se os efeitos desejados estão ou não ocorrendo. Essas recomendações também emergem na comunicação dos BCs com os mercados, através do encadeamento lógico dos documentos divulgados e da realização de reuniões de gestores com participantes do mercado, de modo que os primeiros tenham uma idéia de como estão se comunicando. De acordo com a autora:

A fundamental principle of good communication is that *effective senders adapt to the learning level of their listeners, using familiar, concrete, and clear language and appropriate and unambiguous images*. This does not mean that speakers should talk down to an audience, but it does mean that they must make a reasonable assessment of audience member's intellectual ability, degree of expertness, and past experience with the topic.¹⁰⁰ (TRENHOLM, 1995, p. 65)

Já para garantir a aceitação por parte dos receptores, o emissor deve mostrar como a informação apresentada relaciona-se com os outros elementos no sistema de crenças, atitudes e valores da audiência. Essa característica é relevante para o processo comunicacional porque as pessoas, de um modo geral, tendem a se fechar para temas que contradizem suas crenças (para os propósitos desta dissertação, essas crenças poderiam ser as expectativas dos agentes de mercado). Ao mostrar que a nova informação oferece incentivos para os agentes, a fonte emissora tem mais chances de persuadir e obter os efeitos desejados. Não se pode inferir daqui que os BCs devem, sempre, corroborar as expectativas dos participantes de mercado. A leitura que se deve fazer, pelo contrário, relaciona-se à função das autoridades de deixar claros seus objetivos e suas percepções acerca do estado da economia, assim como sua forma de fazer política, principalmente quando as decisões de política contrariam as decisões esperadas pelos agentes.

A terceira e última etapa é a da retenção, que se refere ao armazenamento das informações contidas na mensagem para utilização posterior, em momentos oportunos. Dentre as informações relevantes, as pessoas têm uma tendência a reter as que são apresentadas de forma mais simples, ou então seus traços mais gerais, sem os detalhes. Assim, Trenholm

¹⁰⁰Destaque no original.

(1995, p. 67) defende que a fonte emissora elimine detalhes que não são essenciais nas mensagens que formula.

A questão das percepções assume relevância cada vez maior na análise econômica. De modo especial, esse avanço vem ocorrendo na área de Economia Comportamental (*Behavioral Economics*) e na de Finanças Comportamentais (*Behavioral Finance*), que incorporam aspectos psicológicos e sociológicos na análise do comportamento dos agentes (MULLAINATHAN e THALER, 2000). Ao negar hipóteses como racionalidade plena (HER) e a de mercados eficientes, essas áreas propõem uma análise mais próxima da realidade. Nessa linha de pesquisa, há estudos que refutam as hipóteses tradicionais comportamentais e identificam algumas “anomalias” no mercado financeiro brasileiro, que caracterizam a existência de comportamentos não racionais – no contexto da HER –, expressos pela existência de vieses no processo cognitivo dos agentes e na utilização de regras de bolso e de limites ao aprendizado e à arbitragem (MILANEZ, 2003; LINTZ, 2004). Essa linha de análise pode, em muito, contribuir para trabalhos futuros relacionados à comunicação em política monetária.

Para os propósitos desta dissertação, duas questões merecem destaque antes de se avançar para a seção final deste capítulo. Em primeiro lugar, por maiores que sejam os esforços do emissor para codificar e tornar clara determinada mensagem, esta não será vista dessa forma se a percepção do receptor não for propícia. Assim, a percepção dos mercados acerca da política de comunicação do BCB é relevante. A outra questão refere-se à identificação do “culpado” por eventuais falhas no processo. A discussão sobre as percepções do receptor não lhe impõe, necessariamente, a suposta culpa por erros de interpretação. O emissor deve se esforçar para conhecer o processo comunicacional em suas etapas, bem como para compreender os fatores que influenciam as percepções de sua audiência. A partir daí, a codificação, a emissão e a seleção do canal de transmissão terão maiores chances de satisfazer as condições exigidas para que um maior grau de *fidelidade*, no sentido proposto por Berlo (1972), seja obtido, o que equivale a dizer que a efetividade de política monetária será maior.

4.6. Considerações finais

Neste capítulo procurou-se trazer, para o debate da política monetária, elementos de uma outra área do conhecimento humano. Naturalmente, outros desenvolvimentos e perspectivas utilizados na pesquisa da Comunicação podem ser úteis em desdobramentos futuros da análise que aqui se desenvolve. Ao incorporar elementos não habituais na análise econômica, este capítulo teve como objetivo apresentar subsídios para uma melhor compreensão dos fatores determinantes da efetividade comunicacional e, como consequência, da efetividade de política monetária.

Destacou-se o papel das percepções dos agentes na comunicação humana. Naturalmente, o potencial de conexão entre as áreas de comunicação em política monetária e psicologia econômica vai muito além do que foi exposto aqui. Para os propósitos desta dissertação, vale destacar apenas a existência dessa conexão e o papel das percepções dos agentes como fator que explica suas reações à comunicação dos BCs. Nesse sentido, os gestores seriam beneficiados pela coordenação de pesquisas junto ao mercado financeiro, com o duplo intuito de captar as percepções desse último acerca da condução da política monetária e identificar as etapas do processo comunicacional que estão mais sujeitas a reveses. Com isso, as autoridades teriam um importante instrumento para poderem tomar providências e reduzir a possibilidade de falhas ou interpretações não desejadas e, com isso, melhorar a eficiência de política.

O Capítulo 5 se propõe a apresentar e discutir os resultados de uma pesquisa de campo que, sob a forma de um questionário aplicado a economistas de bancos e consultorias, gestores de fundos e operadores de mesa, procurou captar as percepções do mercado financeiro brasileiro acerca da comunicação do BCB. Com a palavra, o mercado financeiro, tal qual interpretada nesta análise.

CAPÍTULO 5 – EVIDÊNCIAS SOBRE AS PERCEPÇÕES DO MERCADO ACERCA DA COMUNICAÇÃO DO BCB

5.1. Introdução

Os trabalhos econométricos de Guthrie e Wright (2000), Andersson *et al* (2001), Tabak (2003) e Connolly e Kohler (2004), entre outros, pertencem a uma linha de pesquisa que tem como objetivo verificar/testar a existência de influência da comunicação dos BCs sobre os instrumentos financeiros, como a estrutura a termo da taxa de juros. A técnica convencionalmente utilizada em estudos como os que foram citados é a da construção de variáveis *dummies* que expressam a ocorrência de um evento comunicacional de política monetária (como o dia de divulgação de uma ata ou o dia em que existam declarações de gestores) ou o sinal desse evento (expansão ou contração monetária, de acordo com avaliação subjetiva e *ex post* do pesquisador que realiza o estudo). Diante dos resultados reportados e da mera observação do funcionamento dos mercados, pouco há de se duvidar acerca da relevância do tema aqui abordado.

A linha empírica seguida pelos trabalhos mencionados acima tem o seu valor, amplamente reconhecido pelo autor desta dissertação. Entretanto, há de se considerar que, ao ampliar a análise, incorporando elementos da área da Comunicação, o relevante não é mais somente verificar se a comunicação do BC tem ou não impactos sobre os mercados. A ampliação proposta apresenta uma questão ao analista: a comunicação do BC está sendo efetiva no sentido de se obter dos mercados as respostas desejadas? Essa questão poderia ser reescrita como: está havendo *fidelidade* comunicacional na relação entre a autoridade monetária e os mercados?

Em outras palavras, o que se deseja agora é verificar se determinada informação extraída pelos mercados é a mesma que foi intencionada pelo emissor, o BC. Naturalmente, saber se a mensagem intencionada e a interpretada coincidem exigiria ouvir ou questionar as duas partes envolvidas no processo comunicacional. Entretanto, uma *proxy* conveniente surge da análise da percepção dos mercados acerca da comunicação da autoridade monetária, uma vez que, se

houver a percepção de que a comunicação do BC é boa, serão maiores as chances de que os mercados reajam na direção e magnitude desejadas pela autoridade monetária.

Este capítulo tem o objetivo de apresentar e discutir os resultados de uma pesquisa de campo que, sob o formato de um questionário aplicado a agentes do mercado financeiro brasileiro, visa a captar suas percepções acerca da comunicação do BCB. Avaliar a comunicação como um todo, porém, é bastante difícil, uma vez que esse é um conceito que, como já se disse anteriormente, apresenta várias faces. Por isso, optou-se por analisar a comunicação do Banco através de um sistema de quesitos a serem avaliados, assim como a forma pela qual as informações são processadas. Como todo trabalho empírico, o que aqui se faz está sujeito a várias limitações, o que será objeto de discussão posterior, mas constitui uma boa forma de se obter uma “radiografia” do processo comunicacional entre as partes envolvidas, o BCB e os mercados locais. Antes de se discutir os resultados da pesquisa é conveniente que se faça uma apresentação de resultados obtidos em pesquisas anteriores que buscaram uma avaliação qualitativa da comunicação do BCB. Como será visto, a pesquisa que aqui se realiza apresenta um escopo ampliado em relação àquelas outras.

5.2. Histórico de avaliações qualitativas acerca da comunicação do BCB

O autor deste trabalho tem conhecimento de raríssimos estudos que apresentam avaliações qualitativas acerca da comunicação dos BCs. Uma dessas raridades é o estudo *How do central banks write? An Evaluation of Inflation Targeting Central Banks*, de Fracasso *et al* (2003), que analisa várias características de relatórios de inflação de 20 BCs que adotaram o regime de metas de inflação.

Fracasso *et al* (2003) explicitam algumas limitações do estudo realizado: (i) a análise foi baseada em apenas um relatório de cada BC (do ano de 2002); (ii) a avaliação dos RIs foi realizada por apenas cinco leitores (um dos autores do artigo e quatro estudantes de pós-graduação em Economia, não necessariamente especializados no estudo de bancos centrais); e (iii) foram consideradas as versões em inglês, traduzidas pelos próprios BCs, o que pode gerar alguma perda informacional em relação às versões originais. Os autores alegam que restrições orçamentárias impediram a realização de uma avaliação mais extensa. Entretanto, é útil para os propósitos deste capítulo apresentar os principais resultados referentes ao BCB, avaliado através de seu relatório de setembro de 2002.

Fracasso *et al* (2003) constroem várias *proxies* para avaliar quesitos como a clareza das hipóteses apresentadas, a quantidade de informação provida e as hipóteses implícitas nas projeções apresentadas, entre outros. De um modo geral, o documento brasileiro foi bem avaliado no estudo, *vis-à-vis* os relatórios de outros países. Adicionalmente, os autores constroem uma medida geral de qualidade do relatório, o que é feito através dos quesitos convencimento (quão convincente o leitor julga ser o RI), *expertise* dos BCs (qual grau de *expertise* é transmitido ao leitor através do relatório), completude (quão completo é o documento), estilo (clareza com a qual a mensagem é transmitida e não somente estilo gramatical ou literário) e quantidade de informação provida. Respectivamente, as notas (em escala crescente de 1 a 10) atribuídas pelos 5 leitores ao documento brasileiro foram: 7,4; 8,4; 8,4; 6,8 e 8,2. Tal desempenho coloca o RI do BCB como o terceiro melhor avaliado (na média não-ponderada dos 5 aspectos avaliados), atrás somente dos relatórios do Reino Unido e da Nova Zelândia, países precursores na adoção do regime de metas de inflação.

Por fim, e com a utilização de séries de juros de mercado de cada país, os autores realizam um trabalho econométrico bastante interessante e intuitivo, cuja principal conclusão é a de que a qualidade do RI e o grau de surpresa dos mercados em relação às decisões de política são medidas inversamente proporcionais.¹⁰¹ Esse resultado é bastante intuitivo, ao indicar que a percepção, por parte dos mercados, de maior transparência e melhor comunicação do BC reduz as incertezas e melhora a previsibilidade de suas ações. Entretanto, como foi visto no Capítulo 3, esse resultado não constitui uma verdade universal, pois há estudos que indicam que instituições como o Fed são mais previsíveis do que instituições como o BoE.

A comunicação em política monetária constitui um tema que também tem despertado o interesse de instituições oficiais, como o FMI. O estudo *Investor Relations Programs – Recent Developments and Issues* (FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL, 2004) constitui o trabalho mais recente da instituição sobre o assunto e apresenta similaridades, em seu formato, com a pesquisa de campo que será apresentada na próxima seção, uma vez que foi realizada através de um questionário aplicado a agentes que lidam com investimentos financeiros no Brasil e no México. O questionário proposto pelo FMI visa a avaliar o

¹⁰¹Os autores consideram, em sua especificação econométrica, variáveis de controle como o nível médio e a volatilidade dos juros, além da taxa média e o desvio padrão da taxa de inflação durante o período considerado. Vide Fracasso *et al* (2003) para maiores detalhes metodológicos.

Programa de Relações com Investidores (PRI), respectivamente, da Gerin/BCB e da Secretaria de Finanças do governo mexicano.

Deve-se destacar, desde já, que, apesar da similaridade no formato, entre a pesquisa proposta pelo FMI e a que foi realizada como parte desta dissertação, os escopos são diferenciados. A primeira teve como foco a comunicação realizada por intermédio da Gerin, o que excluiu, por exemplo, a comunicação direta dos gestores de política e as informações transmitidas em documentos como as atas das reuniões do Copom. Adicionalmente, procurou-se avaliar algumas características relevantes para o país fazer novas emissões de títulos soberanos no exterior. A pesquisa que integra esta dissertação, por sua vez, procurou captar as percepções acerca do que os participantes do mercado julgam ser relevante no conteúdo informacional do BC, das conseqüências de uma comunicação inadequada por parte das autoridades e da existência de problemas de comunicação, de características como quantidade, qualidade e clareza por tipo de informação e da imagem transmitida pelo BCB quando se comunica com os mercados. Tem-se nesta última, portanto, um foco mais abrangente de avaliação, o que inclui documentos relevantes como as atas do Copom e a comunicação realizada através de entrevistas e pronunciamentos dos gestores. A próxima seção será dedicada aos detalhes de sua elaboração e de seus resultados.

A pesquisa do FMI no Brasil foi conduzida diretamente por seu Departamento de Mercados Internacionais de Capitais, sob o consentimento do BCB, entre o final de março e meados de abril de 2004.¹⁰² O questionário foi enviado por correio eletrônico para mais de 4 mil endereços fornecidos pela Gerin. Retornaram 256 respostas (com 205 pessoas localizadas no Brasil), sendo, a maioria, investidores institucionais (apenas 39 pessoas se declararam investidores privados). Os resultados obtidos nos dois países são bastante semelhantes e indicam que os dois PRIs foram bem avaliados pelos investidores.¹⁰³

A pesquisa no Brasil mostrou que, para 203 respondentes, o BCB comunica seus objetivos de política com clareza e que a Gerin é uma boa fonte de informações sobre as políticas da

¹⁰²Tal estudo chegou ao conhecimento do autor desta dissertação quando, durante os contatos para formação da lista de futuros respondentes do questionário proposto no escopo desta dissertação, dois participantes mencionaram que participaram da pesquisa do FMI. Os resultados desse estudo, porém, só foram divulgados no final de outubro de 2004.

¹⁰³A pesquisa mexicana contou com a participação de 80 respondentes e também foi distribuída por meio eletrônico, pela Secretaria de Finanças. As respostas referentes aos dois PRIs foram processadas diretamente pelo FMI. Vide Fundo Monetário Internacional (2004) para maiores detalhes.

autoridade monetária (para 228 respondentes). O questionário captou que, para a maioria dos respondentes, a qualidade dos 5 canais de comunicação avaliados (Relatórios de Mercado, Resenha Semanal de Mercado Aberto, Relatório de Inflação, Relatório de Estabilidade Financeira e Dados Macroeconômicos e da Dívida Pública) se classifica entre “boa” e “muito boa”, em uma escala que também oferecia a possibilidade de respostas “muito pobre”, “pobre”, “excelente” ou “não sei”. Outro resultado positivo relaciona-se à percepção de que as informações providas pela Gerin são adequadas e prestadas em tempo adequado. O questionário e seus resultados agregados encontram-se reproduzidos no *Anexo* da dissertação, com autorização obtida do FMI.

Os estudos de Fracasso *et al* (2003) e do FMI (2004), discutidos nesta seção, mostram que a comunicação do BCB é bem avaliada por analistas e participantes do mercado, pelo menos no que tange ao Relatório de Inflação de setembro de 2002 e às informações veiculadas pela Gerin. Mas a comunicação da instituição não se resume a esses canais. Daí, duas questões relacionadas entre si emergem. A primeira é: qual a percepção dos mercados que uma pesquisa mais abrangente captaria? A segunda, existente à luz da possibilidade de existência de falhas ou ruídos em processos comunicacionais, é expressa por: essa pesquisa ampliada mostraria algum problema na comunicação do BCB com o público e, em especial, com os mercados? Essas são as questões que motivaram a elaboração da pesquisa de campo elaborada como parte integrante deste estudo, cujo objetivo imediato é o de captar as percepções dos mercados em relação à política comunicacional do BCB. Seu objetivo mais amplo é o de se somar aos poucos trabalhos que se preocupam com uma avaliação qualitativa da comunicação dos BCs. A seguir serão apresentados os detalhes dessa pesquisa e seus resultados.

5.3. Metodologia da pesquisa de campo

Optou-se pela aplicação do questionário através da internet, o que foi feito pela página institucional do Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP). O vínculo contendo o endereço da referida página foi enviado por correio eletrônico para as pessoas de um cadastro de respondentes, formado ao longo do primeiro semestre de 2004, a partir de contatos do proponente da pesquisa com vários profissionais do mercado financeiro brasileiro. Ao todo, foram enviadas 56 mensagens com o vínculo da *homepage* da FEA/USP.

A opção de utilização da internet é justificada, de um lado, pela facilidade de acesso e de preenchimento de respostas por parte dos respondentes, e, de outro, pela maior agilidade e comodidade na coleta dos dados, por parte do pesquisador. Outras alternativas operacionais não foram descartadas, mas julgou-se que a opção escolhida seria a melhor forma de se obter as informações desejadas. Na fase de elaboração da pesquisa e aplicação das primeiras versões do questionário, porém, optou-se por entrevistas individuais com colaboradores acadêmicos e representantes dos mercados. Ademais, foi feito um pré-teste (já através da internet) que obteve as respostas de 8 pessoas, que também sugeriram algumas melhorias naquela versão do questionário.

A página foi acessada por 49 pessoas (87,5% do total de pessoas que receberam a mensagem eletrônica com o vínculo), entre meados de novembro e o começo de dezembro de 2004. Desse total, 6 pessoas apenas se identificaram, sem responder a nenhuma questão, e 4 outras o responderam parcialmente (até, no máximo, a questão 2.6). Esses quatro respondentes foram considerados nas análises efetuadas e, dessa forma, o universo de participantes alcança 43 indivíduos, o que corresponde a 77% das pessoas que foram contactadas inicialmente. Em termos absolutos, esse é um número aparentemente reduzido (quando comparado, por exemplo, com a pesquisa do FMI), o que sugere alguns cuidados na inferência dos resultados para todo o universo de participantes do mercado financeiro. Entretanto, esses 43 respondentes formam um grupo bastante representativo das principais categorias profissionais e empresas do mercado financeiro brasileiro. Conforme foi prometido aos participantes, seus nomes não serão identificados sob nenhuma hipótese, como também não serão identificados os nomes de suas instituições. A pesquisa contém 21 questões, distribuídas em três seções: (i) características do respondente e da instituição/área de atuação; (ii) mercados financeiros: performance, fontes de informação e a comunicação do Banco Central do Brasil; e (iii) avaliação da comunicação do BCB.

A primeira seção tem como objetivo levantar questões como a função, o tempo de experiência e a formação acadêmica do respondente, além da identificação da origem e do tamanho da empresa em que trabalha. A seção seguinte aborda questões como fonte e características informacionais, além da racionalidade e do conteúdo de informações provenientes da autoridade monetária. Na terceira e última seção, a comunicação do BCB é diretamente avaliada, procurando-se captar as percepções dos respondentes acerca do conteúdo informacional e da forma como tal conteúdo é transmitido, da imagem do BCB frente aos

agentes, da avaliação de quando a comunicação da instituição é melhor e quando é pior, dos efeitos de uma comunicação inadequada sobre os mercados, da evolução da comunicação ao longo dos últimos 24 meses e, por fim, da existência de eventuais problemas de comunicação não captados nas demais questões dessa terceira seção, o que é feito através da única questão aberta da pesquisa (questão 3.7), detalhada mais adiante.

O questionário foi elaborado de modo a permitir ao pesquisador um tratamento estatístico posterior. Para isso, e também para facilitar a expressão das percepções dos respondentes e sua agregação, as questões das seções II e III exigem respostas que devem seguir uma das seguintes opções: (i) ordenamento de acordo com a importância das alternativas apresentadas; (ii) uma variante da escala Likert, para grau de concordância e de importância para as alternativas apresentadas; e (iii) atribuição direta de notas, de zero a dez, na avaliação de diversos quesitos de conteúdo e forma de transmissão das informações do BCB, assim como da importância desse conteúdo na tomada de decisões dos agentes ou elaboração de cenários.

Rensis Likert (1932) propôs uma escala na qual os respondentes são solicitados não só a concordar ou discordar das afirmações apresentadas, mas também a informar qual o seu grau de concordância/discordância. As respostas são expressas em termos de números que, em ordem crescente ou decrescente, refletem a atitude do respondente em relação a cada afirmação. Likert propôs originalmente uma escala de cinco pontos, com um ponto médio para registro de manifestações intermediárias ou de indiferença. Na elaboração do questionário proposto nesta dissertação, considerou-se que a utilização de um ponto de indiferença, sob forma de “nem concordo e nem discordo” ou “nem considero importante e nem considero sem importância”, teria menor potencial para trazer informações para a análise das respostas. Por isso, utilizou-se uma variante com 4 pontos, na qual a situação intermediária foi subtraída. Nessa variante, números menores (mais próximos de 1) indicam maior grau de importância ou concordância na opinião do respondente e, contrariamente, números maiores (mais próximos de 4) indicam menor importância ou maior discordância em relação às alternativas apresentadas. O maior risco associado à utilização dessa escala é o de o respondente ser induzido, se estiver com pressa, a classificar todas as alternativas, ou a maior parte delas, com o mesmo grau de concordância ou importância, não refletindo, de forma adequada, sobre o item avaliado. Apesar disso, o referido critério é um dos mais utilizados em instrumentos como questionários.

Uma outra ressalva digna de nota refere-se às questões de ordenamento de relevância (questões 2.1 a 2.3). Deve-se considerar que as ordens atribuídas pelos respondentes têm como referência o conjunto de alternativas apresentadas. Por isso, não é possível descartar que um conjunto diferenciado do que é apresentado em cada questão desse tipo possa trazer um ordenamento também diferenciado dos que serão reportados. Dessa forma, os resultados aqui obtidos não devem ser lidos como verdades universais.

Procurou-se elaborar as opções de respostas a partir da leitura de ampla bibliografia – utilizada nos capítulos precedentes – sobre política monetária, complementada por leituras acerca de Metodologia de Pesquisa, Comunicação e Psicologia dos mercados.¹⁰⁴ Entretanto, é possível que algum item relevante não tenha sido abrangido entre as alternativas propostas como respostas, dada a extensão e complexidade do tema tratado. Como atenuante a essa possibilidade, procurou-se, sempre que possível, criar um item para respostas abertas, eventualmente não contempladas entre as alternativas. Em algumas questões, como a 2.4, tal recurso foi amplamente utilizado, como será detalhado mais adiante.

Em todo o questionário há apenas uma questão aberta, qual seja, a 3.7. Agregar diferentes respostas a uma questão aberta não é tarefa elementar, mas, neste caso específico, a extração de uma conclusão não foi difícil, uma vez que as respostas, em sua maioria, convergiram para um número reduzido de apontamentos. Um pouco mais sobre os objetivos dessa questão, sua elaboração e as conclusões extraídas de suas respostas, será detalhado mais adiante. A seguir são apresentados os resultados do questionário, através de médias simples, distribuição de frequências e desvios-padrão.

5.4. Resultados da pesquisa

5.4.1. Questões da primeira seção

Esta seção tem como objetivo obter informações acerca das características dos respondentes e da instituição em que trabalha. Os resultados reportados abaixo indicam o quão representativa é essa amostra, ao considerar profissionais de várias áreas do mercado financeiro e com as mais diversas formações e experiências. Participaram da pesquisa funcionários de tesouraria

¹⁰⁴ A elaboração do roteiro e do formato do questionário beneficiou-se da utilização de Marconi e Lakatos (1982), Pereira (2001) e Hill e Hill (2002).

de banco (11 indivíduos ou 26% da amostra), administradora ou gestora de recursos de terceiros (22 indivíduos ou 51%), consultorias econômicas (8 indivíduos ou 18,6%) e duas pessoas (4,65%) que se identificaram na categoria outros: uma economista de departamento econômico de banco e um economista de banco de investimentos. Aqui se deve considerar a possibilidade de que tenha ocorrido, entre os economistas profissionais, um problema de interpretação, uma vez que a questão não se referia a departamentos e sim à natureza da instituição. Por isso, alguns analistas de economia de tesouraria ou de *assets*, denominaram-se funcionários de consultorias econômicas.

No que tange à origem da instituição, a maioria dos respondentes trabalha em empresas brasileiras (30 respondentes ou 70% da amostra). Quanto ao porte, a pesquisa contou com a participação de 8 funcionários de empresa pequena (18,6%), 9 de empresa média (21%) e 26 de empresa grande (60,5%). Deve-se considerar aqui que os respondentes consideraram o porte para os padrões brasileiros, uma vez que, em alguns casos, funcionários de grandes corporações internacionais classificaram-se como funcionários de empresas pequenas.

A questão 1.4 capta a função dos respondentes. Pouco mais da metade da amostra (23 dos 43 respondentes) é formada por economistas ou economistas-chefes. A escolha de respondentes com diferentes funções foi intencional, uma vez que funcionários de departamentos econômicos reconhecidamente não são responsáveis diretos pela tomada de decisões de compra e venda de ativos e contratos financeiros. Em outras palavras, não são eles que condicionam diretamente a curva de juros, por exemplo. Entretanto, os trabalhos desses profissionais são de extrema relevância na elaboração de cenários que balizam a tomada de decisões de gestores de fundos e operadores de mesa. Ademais, no que se refere à comunicação do BC, são os analistas de economia que têm mais condições de acompanhar com detalhes a transmissão de informações, em seus vários formatos, tais como atas do Copom, Relatório de Inflação e expectativas do mercado, divulgadas através do Relatório de Mercado.¹⁰⁵ Assim, o perfil de respondentes é o seguinte: 6 economistas-chefes (14%), 17 economistas (39,5%), 9 gestores ou administradores de fundos (21%), 1 tesoureiro (2%) e 10 operadores de mesa (23,2%).

¹⁰⁵Dada a formação acadêmica do autor deste trabalho, assim como sua atuação profissional, qualquer elogio à carreira de economista conterá um viés natural. Entretanto, deve-se considerar que cada vez mais as instituições financeiras têm investido em pesquisa econômica, o que demonstra a relevância da categoria.

Pouco mais de 73% das 41 pessoas que responderam à questão 1.6 têm formação em Economia e, dos 36 que possuem pós-graduação, 18 (50%) têm mestrado acadêmico. No que concerne à experiência profissional (questão 1.5), a maioria encontra-se na faixa entre 5 e 10 anos (35%) e entre 10 e 15 anos (outros 35%). Apenas três respondentes têm mais de 15 anos de experiência e 10 outros têm menos de 5 anos. O perfil de respondentes mencionado é um indicador da abrangência da pesquisa realizada.

5.4.2. Questões da segunda seção

Nas questões 2.1 a 2.3, pede-se aos participantes da pesquisa que classifiquem as alternativas propostas como respostas, de acordo com o grau de importância atribuída a cada uma delas. Assim, (1) representa o que consideram ser a alternativa mais importante; (2), a segunda mais importante, e assim por diante. Optou-se, nessas questões, por analisar os resultados utilizando-se as frequências acumuladas de repostas.

Ao longo deste trabalho, e em especial no Capítulo 2, a política monetária foi apresentada como um fator – não o único, porém – de grande relevância para a formação de expectativas dos mercados, o que se manifesta, por exemplo, através da estrutura a termo da taxa de juros (ETRJ). Ao mesmo tempo, deve-se considerar a realidade brasileira que, segundo autores como Fraga *et al* (2003) e Mishkin (2004a), está sujeita à dominância fiscal, financeira e externa. Conforme visto no capítulo citado, essas categorias, segundo os autores, exercem influência negativa sobre a percepção do setor privado acerca do comprometimento dos gestores com as metas, e, portanto, sobre os resultados de política.

Nesse contexto, uma questão interessante a ser verificada refere-se ao grau de importância relativa da política monetária, *vis-à-vis*, por exemplo, a política fiscal, aspectos político-institucionais e a conjuntura internacional. Esse é o objetivo da questão 2.1, na qual foram apresentados dois cenários aos respondentes, quais sejam, o de calmaria e o de turbulências no cenário internacional. O julgamento acerca do que cada um desses cenários impõe à política econômica local ficou, naturalmente, a cargo de cada participante da pesquisa. Sob os dois cenários, o item mais votado como o fator mais relevante foi a “conjuntura econômica internacional”, principalmente sob o segundo cenário, como era de se esperar. Somente essa informação não é suficiente para tecer comentários mais profundos, mas a predominância

desse fator sobre os outros apresentados pode ter alguma relação com a dominância externa, tal qual é apresentada pelos autores mencionados no parágrafo anterior.

A política monetária, por sua vez, registrou uma votação diferenciada em cada cenário. Sob calma no cenário internacional, ela é classificada pela maioria dos participantes como o primeiro ou o segundo fator mais relevante, como pode ser notado no *Gráfico 1*. Sob o segundo cenário, esse fator foi votado como o terceiro mais relevante – com votação inferior à apresentada pela política fiscal –, o que se manifesta na frequência acumulada de respostas, mostrada no *Gráfico 2*.

Os resultados apresentados no *Gráfico 1* devem ser interpretados da seguinte forma: 14,3% dos indivíduos que consideraram a alternativa “política fiscal do país” em sua resposta, a classificaram como a mais importante (1a. colocada); 31% do total de respondentes classificaram essa alternativa ou como a mais importante ou como a segunda mais importante. Dessa forma, o que está no eixo horizontal como “2a.” representa a frequência acumulada de respostas (1) e (2). E assim por diante, sendo feito um corte, até, no máximo, a 4a. ordem. As tabelas com os valores que geraram os gráficos encontram-se no *Apêndice II*.

Gráfico 1 - performance dos mercados com calma no cenário internacional - frequências acumuladas %

Fonte: primária (questão 2.1, item a).

Gráfico 2 - performance dos mercados com turbulências no cenário internacional - frequências acumuladas %

Fonte: primária (questão 2.1, item b).

A questão 2.2. tem como objetivo captar se as fontes oficiais de informações são, de fato, as mais procuradas por economistas, operadores de mesa e gestores de fundos. Os resultados obtidos mostram que o item “agências de notícias em tempo real” (tais como Bloomberg, Reuters e Agência Estado, entre outras) foi o mais votado, com 19 apontamentos. Esse resultado é similar ao que é encontrado por Oberlechner e Hocking (2004), que estudam as fontes de informações, notícias e rumores no mercado internacional de câmbio. Utilizando-se de questionários enviados para *traders* de câmbio, os autores obtiveram um resultado segundo o qual as agências de notícias se destacam como fonte predileta de informação, seguida por contatos pessoais na mesma instituição do respondente.¹⁰⁶ Os principais resultados da questão 2.2 podem ser visualizados no *Gráfico 3*, que deve ser lido da mesma forma como o foram os gráficos anteriores.

¹⁰⁶Oberlechner e Hocking (2004), contudo, não consideram as fontes oficiais de informação, como aqui se faz, além de não incorporar elementos da área de Comunicação.

Gráfico 3 - fontes de informações dos mercados - freqüências acumuladas %

Fonte: primária (questão 2.2).

Deve-se considerar que, muitas vezes, é mais rápido e cômodo acessar uma informação em uma agência de notícias do que nas *homepages* de instituições como o BCB ou o Tesouro Nacional, uma vez que o interessado deverá transferir arquivos para depois sim, analisar e interpretar as informações. As agências, contudo, são fontes secundárias e, muitas vezes, terciárias, o que pode gerar informações distorcidas. O mesmo vale para o papel desempenhado pelos formadores de opinião, como as consultorias econômicas, que se destacam como uma das fontes prediletas de informações. Para os propósitos específicos da política monetária, tal resultado impõe um ônus adicional aos banqueiros centrais, uma vez que pequenos problemas na codificação ou emissão de suas mensagens podem chegar majorados ao destino final, podendo ser de difícil reversão, o que traz revéses à efetividade da política e à credibilidade do BC.

As características informacionais mais relevantes para os agentes são consideradas na questão 2.3. As alternativas mais apontadas foram “ser emitida a partir de fonte que você considera confiável” e “apresentar elevado potencial de influência sobre os mercados”. A primeira foi apontada como a principal característica por 21 agentes (46,5% dos que responderam a essa alternativa da questão) e, a segunda, por 17 agentes (41,5% dos que responderam a essa alternativa). As freqüências – absoluta e relativa – aproximadamente similares alcançadas pelas duas alternativas mais votadas nessa questão sugerem a possibilidade de um conflito

caso uma informação com potencial de influência sobre os mercados seja emitida de uma fonte não-oficial. Uma provável implicação desse fato é que mesmo um boato, se percebido como amplamente influente sobre os mercados, afetará as decisões e cenários dos agentes. Aqui há a necessidade da autoridade monetária intervir sempre que necessário, de modo a contrapor quaisquer tipos de notícias duvidosas a respeito da política monetária. As frequências acumuladas obtidas com as respostas dessa questão são apresentadas no *Gráfico 4*.

Três respondentes adicionaram outras possibilidades: (i) poder ser publicada (classificada pelo respondente como a 8a. mais importante); (ii) boa capacidade analítica (classificada como a mais relevante); e (iii) fundamentada em modelos econômicos e econométricos (classificada como a mais relevante pelo respondente). Ao contrário dos resultados obtidos por Oberlechner e Hocking (2004), a velocidade de transmissão das informações não está no topo das características informacionais mais relevantes, mas constitui característica mais importante do que clareza informacional (11 dos 42 agentes que responderam a essa alternativa a apontaram como a 5a. mais relevante). Outro resultado interessante é que o acesso privado às informações constitui a 7a. alternativa mais relevante para 24 (ou 61,5%) dos 39 respondentes dessa questão. Esse último resultado contraria a crença de muitos de que o acesso privado a determinada informação é um privilégio utilizado para gerar vantagens ao seu detentor.

Gráfico 4 - características informacionais - frequências acumuladas %

Fonte: primária (questão 2.3).

A questão 2.4 tem como objetivo captar as percepções dos agentes acerca das características que consideram mais relevantes em política monetária. Procura-se verificar a relevância de características como autonomia do Banco Central, coordenação com a política fiscal, cumprimento de metas e, mais importante para os propósitos desta dissertação, o peso relativo da quantidade de informação transmitida pelo BCB *vis-à-vis* clareza da mesma.

Todas as alternativas apresentadas ficaram, em média, com classificação entre importante [2] e muito importante [1], indicando bom grau de abrangência das alternativas apresentadas como respostas. Deve-se destacar, contudo, que o recurso que possibilitava ao respondente expressar uma resposta não contemplada entre as alternativas apresentadas foi amplamente utilizado nessa questão, uma vez que seis respondentes indicaram, no item (h), uma outra característica que julgaram ser importante. As respostas abertas foram ser claro e objetivo em suas [o BCB] declarações, ter objetivos além do controle inflacionário, divulgar de forma clara as metodologias de análise, transparência, apresentar velocidade de ação e bom senso e calibragem das expectativas. Em nenhum desses seis casos foram atribuídos os valores da escala, conforme é solicitado no enunciado.

O item que melhor foi avaliado, “praticar ações compatíveis com metas e objetivos divulgados”, é essencial para a realidade brasileira, na qual prevalece o regime de metas de inflação. Daí a necessidade constante de divulgação de explicações acerca de ações tomadas. Um ponto de destaque nessa pergunta do questionário refere-se à maior relevância atribuída pelos respondentes à clareza das informações *vis-à-vis* quantidade transmitida.

Tabela 2 - características relevantes em política monetária

	Média	Desvio Padrão
Praticar ações compatíveis com metas e objetivos divulgados	1,14	0,41
Divulgar informações suficientemente claras para quem as recebe	1,28	0,50
Ter diretores com boa reputação e capacidade técnica	1,30	0,51
Ter elevado grau de autonomia em relação às esferas políticas	1,40	0,62
Apresentar bons resultados no combate à inflação	1,71	0,64
Praticar ações consistentes com a política fiscal do país	1,77	0,84
Divulgar grande quantidade de informações	1,86	0,74

Fonte: primária (questão 2.4).

Escala: [1] Muito importante; [2] Importante;

[3] Menos importante; [4] Não importante.

Na questão 2.5, o objetivo é verificar quais os argumentos que justificam o estabelecimento de canais de comunicação entre o BCB e os mercados domésticos. A revisão da literatura utilizada no Capítulo 2 sugere que os dois argumentos principais são prestação de contas à sociedade (*accountability*) e maior efetividade de política monetária. Todos os itens oferecidos como respostas obtiveram avaliação no intervalo entre “muito importante” e “importante”. A única exceção ficou por conta da resposta “prestação de contas à sociedade”, que recebeu uma classificação média superior a [2], o que a classifica no intervalo entre “importante” e “menos importante”. Deve-se relativizar esse resultado, uma vez que a prestação de contas também se dá através da divulgação de objetivos e metas, de informações relativas às decisões tomadas e de explicações acerca dos fatores que condicionam as decisões. Todas essas outras formas estiveram presentes em outros itens, melhor avaliados (Tabela 3).

Tabela 3 - racionalidade da comunicação em política monetária

	Média	Desvio Padrão
Obtenção de maior grau de credibilidade	1,26	0,49
Coordenação de expectativas de inflação	1,26	0,49
Explicações dos fatores condicionantes das decisões tomadas pelo BCB	1,55	0,50
Sinalização de intenções acerca de decisões futuras de juros	1,64	0,73
Informação de decisões	1,69	0,60
Divulgação de objetivos e metas numéricas	1,74	0,66
Prestação de contas à sociedade	2,16	0,69

Fonte: primária (questão 2.5).

Escala: [1] Muito importante; [2] Importante;

[3] Menos importante; [4] Não importante.

Os itens com melhor avaliação na questão foram “obtenção de maior grau de credibilidade” e “coordenação de expectativas de inflação”, empatados inclusive em termos de desvio padrão. Esses resultados encontram-se em linha com aqueles obtidos por Blinder (1999b), no questionário enviado para banqueiros centrais e economistas acadêmicos (discutido no Capítulo 1). Tais resultados são bastante intuitivos em termos de eficiência da política monetária, tal qual o conceito apresentado no Capítulo 2. Uma vez que suas políticas sejam vistas como críveis, o BC conseguirá coordenar as expectativas de tal forma que obtenha resultados inflacionários convenientes aos seus objetivos. Portanto, tem-se uma relação entre comunicação e credibilidade e entre esta última e efetividade (SICSÚ, 1999; WOODFORD, 2001; LAMBERT, 2004). Assim, a questão da comunicação associa-se à da efetividade da política monetária.

Na questão 2.6, que visa a captar a relevância atribuída a cada categoria de informação transmitida pelo BCB, o item que melhor foi avaliado, “explicações de decisões tomadas pelo Copom”, sugere, por um lado, a necessidade dos mercados entenderem o processo decisório da autoridade monetária para antecipar tais decisões e, por outro, que decisões que contrariem

as expectativas privadas apresentam grande potencial de críticas por parte dos analistas – e mesmo as decisões esperadas o apresentam por parte de alguns setores da economia. Conforme já se enfatizou acima, não se defende, nesta dissertação, o ponto de vista segundo o qual os gestores sempre devem corroborar as expectativas privadas. Defende-se sim a manutenção de um diálogo constante entre as duas partes e, de modo especial, na explicação dos fatores condicionantes das decisões tomadas pelo BC. Os resultados estão na *Tabela 4*.

Tabela 4 - conteúdo informacional do BCB

	Média	Desvio Padrão
Explicações acerca das decisões tomadas pelo Copom	1,51	0,59
Percepções sobre o estado futuro da economia	1,65	0,78
Informações sobre sua própria atuação no mercado cambial	1,69	0,75
Percepções e indicadores sobre o estado atual da economia	1,74	0,73
Projeções numéricas	1,84	0,72
Expectativas de mercado	1,86	0,68
Informações sobre o nível de reservas internacionais	2,07	0,87

Fonte: primária (questão 2.6).

Escala: [1] Muito importante; [2] Importante; [3] Menos importante; [4] Não importante.

O item “informações sobre sua própria atuação no mercado de câmbio” não permite inferir se o que os agentes consideraram refere-se a informações *ex ante* ou *ex post* a essas atuações. Conforme já se discutiu no Capítulo 3, a divulgação antecipada de informações sobre datas e quantias envolvidas na intervenção da autoridade monetária pode gerar prejuízos financeiros ao BC, assim como podem impedir a plena efetivação dos resultados desejados. Nenhuma das respostas à questão 3.7, porém, faz menção ao mercado cambial, como será visto adiante. Por isso, cientes de que os BCs não divulgarão, *ex ante*, informações dessa natureza, acredita-se aqui que o conteúdo informacional avaliado pelos respondentes refere-se às informações *ex post* às atuações no mercado cambial.

Não há novidades no fato de que os respondentes avaliaram as percepções da autoridade monetária sobre o estado futuro da economia como mais relevantes do que as percepções sobre o estado atual. Esse resultado contribui para mostrar o quão *forward-looking* são os agentes econômicos.

O item “projeções numéricas”, apesar de ter recebido avaliação média próxima à classificação de informação importante, não figura, na comparação com as demais alternativas, como a mais relevante. Daí não se segue, porém, que é possível fazer inferências definitivas sobre tais resultados, uma vez que o BCB vem manifestando, em suas últimas atas do Copom e Relatórios de Inflação, a necessidade da convergência das expectativas privadas aos resultados obtidos através da utilização de seus modelos. Assim, as projeções do próprio BCB, contidas no RI, por exemplo, constituem guia para formação das expectativas privadas. Deve-se considerar, contudo, que muitas vezes a autoridade monetária brasileira procura guiar as expectativas utilizando termos como “ligeiramente acima da meta” ou “ligeiramente abaixo das expectativas de mercado”, para se referir aos resultados de seu modelo, principalmente em documentos que não apresentam projeções numéricas, como as atas do Copom.

5.4.3. Questões da terceira seção

Nesta seção, conforme já se destacou, avalia-se diretamente a comunicação do BCB, sob a ótica dos receptores no processo. A primeira questão (3.1), tem como objetivo avaliar o grau de concordância dos respondentes acerca da relevância da comunicação em algumas situações específicas. A alternativa que, em média, recebeu maior grau de concordância, refere-se aos momentos de choques externos ou de alta volatilidade. É bastante intuitivo que, em situações de crise, os canais normais de comunicação podem ser menos efetivos, caso operem lentamente frente a mudanças rápidas no cenário político-econômico, ou então que aumentem as chances de transmissão de interpretações que podem, posteriormente, mostrar-se equivocadas.

Assim, os resultados captados na pesquisa sugerem a necessidade de um esforço comunicacional adicional por parte da autoridade monetária em situações como essas, expressas, por exemplo, quando choques externos ocorrem ou quando a volatilidade aumenta. Esse resultado não implica, necessariamente, que existe uma única e inequívoca relação de causalidade entre comunicação do BC e volatilidade dos mercados. Ao mesmo tempo em que

é necessário, em momentos de volatilidade excessiva, que as autoridades intervenham, também é possível que essa mesma volatilidade seja fruto de uma comunicação inadequada por parte dos próprios gestores.

Um resultado que chama a atenção nessa questão refere-se ao item (c), que avalia a relevância da comunicação do BCB em momentos imediatamente anteriores às reuniões do Copom. Com uma avaliação média de 2.77, pode-se inferir que este não é um momento tão relevante para que os *policymakers* exerçam sua comunicação. Esse não é um resultado muito intuitivo, uma vez que os mercados buscam sinais de ações futuras dos BCs. Por outro lado, os agentes podem considerar que declarações dos gestores (que tragam algum conteúdo não considerado até então), feitas nas vésperas de uma reunião do Comitê, podem gerar alguma volatilidade nos mercados, o que é indesejado.

O item referente à queda na popularidade do Presidente ou momentos eleitorais recebeu uma avaliação média que indica grande discordância, por parte dos respondentes, acerca da relevância da comunicação do BC em tais momentos. Uma conclusão que se segue daí é que os participantes do mercado não acreditam que haja espaço para mudanças drásticas na condução da política monetária que atendam a interesses populistas ou pró-eleitorais. Este é um bom resultado para a democracia brasileira, principalmente quando a história mostra que a política econômica nacional sujeitou-se, em várias ocasiões, a interesses estritamente políticos. Os resultados da questão 3.1 estão reportados na *Tabela 5*.

Tabela 5 - momentos relevantes para a comunicação do BCB

	Média	Desvio Padrão
De choques externos ou de alta volatilidade	1,41	0,72
De descumprimento de metas de inflação	1,46	0,60
Imediatamente posteriores a uma reunião do Copom	1,56	0,79
Em que as decisões do BCB contrariam as expectativas dos mercados	1,72	0,94
De divulgação de projeções próprias	1,74	0,55
Nas quais as expectativas de inflação futura do mercado se elevam	1,77	0,67
De aquecimento da economia doméstica	1,95	0,60
Nas quais autoridades políticas fazem declarações sobre o comportamento futuro da taxa básica de juros	2,64	1,11
Imediatamente anteriores a uma reunião do Copom	2,77	0,78
De queda na popularidade do Presidente da República ou em momentos eleitorais	3,64	0,71

Fonte: primária (questão 3.1).

Escala: [1] Concordo plenamente; [2] Concordo;
[3] Discordo; [4] Discordo plenamente.

A questão 3.1 é complementada pela questão seguinte, na qual os agentes são interrogados sobre desempenho da comunicação do BCB nos diversos momentos considerados na *Tabela 5*. Os resultados dessa questão estão reportados na *Tabela 6*. Os itens com melhor avaliação são os momentos de choques externos ou de alta volatilidade e de descumprimento das metas de inflação. Portanto, os itens com melhor avaliação de relevância (conforme dados constantes na *Tabela 5*) foram os que obtiveram melhor desempenho, o que é algo bastante positivo para o BCB. Os de pior comunicação foram os momentos imediatamente anteriores a uma reunião do Copom e nos quais as autoridades políticas fazem declarações acerca do

comportamento futuros dos juros, que apresentaram uma relevância menor na questão anterior.

Tabela 6 - melhores e piores momentos da comunicação do BCB – número de respostas

	Melhor			Pior		
	1a opção	2a opção	3a opção	1a opção	2a opção	3a opção
De choques externos ou de alta volatilidade	10	1	3	6	3	2
Nas quais as expectativas de inflação futura do mercado se elevam	4	6	2	2	1	3
Imediatamente anteriores a uma reunião do Copom	0	0	1	9	4	2
Imediatamente posteriores a uma reunião do Copom	11	5	4	3	3	1
Em que as decisões do BCB contrariam as expectativas dos mercados	1	4	4	6	6	0
Nas quais autoridades políticas fazem declarações sobre o comportamento futuro da taxa básica de juros	1	2	0	3	8	5
De descumprimento de metas de inflação	7	8	5	1	2	0
De divulgação de projeções próprias	2	4	4	1	4	1
De aquecimento da economia doméstica	1	4	3	1	1	5
De queda na popularidade do Presidente da República ou em momentos eleitorais	0	3	0	3	3	3
Outro momento	0	0	0	2	0	1
Total	37	37	26	37	35	23

Fonte: primária (questão 3.2).

A questão 3.3 visa a identificar algumas consequências possíveis em casos de comunicação inadequada por parte do Banco Central. Essa é uma informação extremamente útil aos gestores de política, uma vez que a percepção de que a autoridade monetária está fazendo uso de uma comunicação inadequada pode resultar em políticas ineficientes, mais do que a mera incompreensão de objetivos e ações por parte dos receptores. Os resultados são reportados na *Tabela 7*:

Tabela 7 - resultados de uma comunicação inadequada

	Média	Desvio Padrão
Maior grau de incertezas	1,33	0,53
Intensificação de cautela na tomada de decisões dos mercados financeiros	1,46	0,55
Maior volatilidade financeira	1,49	0,68
Perda de credibilidade do BCB aos olhos dos participantes do mercado	1,54	0,68
Maior espaço para surgimento de rumores e boatos	1,56	0,72
Redução da capacidade de projeção dos juros	1,67	0,53
Precificação incorreta de ativos	1,87	0,61
Maior busca por informações e análises privadas, para contrabalançar as informações e análises do BCB	2,05	0,76
Maiores custos de processamento de informações	2,05	0,73
Desvio das expectativas de inflação do mercado em relação à meta	2,10	0,82

Fonte: primária (questão 3.3).

Escala: [1] Concordo plenamente; [2] Concordo;
[3] Discordo; [4] Discordo plenamente.

Os resultados apresentados acima sugerem o quão sensíveis são os mercados à comunicação dos gestores de política. Por mais adeptos que os gestores sejam das práticas comunicacionais mais modernas, uma comunicação considerada inadequada gera desorientação e nervosismo nos mercados, o que, em excesso, constitui um germe para processos de instabilidade no sistema financeiro. Conforme foi apontado no Capítulo 2, os BCs não têm essa intenção. O fato curioso ocorrido nessa questão refere-se ao item (f) – desvio das expectativas de inflação do mercado em relação à meta –, avaliado com uma nota média de 2,1 (o que indica um grau de concordância razoável por parte dos pesquisados) e desvio-padrão relativamente alto. A intuição de vários analistas aponta tais desvios como resultado de problemas de comunicação por parte dos *policymakers*, entre outras justificativas. De acordo com os resultados aqui obtidos, esta não parece ser a principal justificativa, apesar da relevância expressa com a nota

média obtida. Outras justificativas explicativas desses desvios talvez sejam encontradas na ausência de credibilidade – e aí sim, indiretamente, a comunicação tem um papel decisivo, ao ser instrumento de melhora das percepções acerca do comprometimento das autoridades com determinados objetivos – ou no elevado grau de exposição a choques da economia brasileira.

As próximas três questões, 3.4 a 3.6, procuram captar uma nota atribuída pelos respondentes, na escala de zero a dez, a diversas características intrínsecas à comunicação do BCB. Responderam a essas questões 39 indivíduos. A questão 3.4 visa a captar a imagem que os agentes têm da autoridade monetária brasileira. Nessa questão, não foi atribuída nenhuma nota nula. O cálculo de uma média simples com todos o itens avaliados indica um resultado de 6,92, o que é positivo para o BCB. Deve-se considerar, contudo, que a observação isolada de cada característica indica notas relativamente baixas para os critérios “toma decisões coerentes com sinalização previamente emitida aos mercados” (nota 5,87) e “tem preocupações com a volatilidade dos mercados” (nota 5,97). Os resultados estão na *Tabela 8*. Tais médias não são ruins por si, mas acendem uma luz amarela à Autoridade Monetária, no sentido de manter os gestores alertas aos pontos que obtiveram menor nota relativa.

Tabela 8 - comunicação e percepção dos agentes

	Média	Desvio Padrão
Possui uma equipe com elevado grau de expertise.	8,23	1,74
Tem comprometimento com a estabilidade de preços.	8,51	1,52
Tem preocupações com a flutuação do nível de produto/atividade.	6,03	2,47
Tem preocupações com a volatilidade dos mercados.	5,97	2,01
Tem autonomia em relação às esferas políticas de poder.	6,54	1,90
É comprometido com transparência.	7,18	2,08
Toma decisões coerentes com sinalização previamente emitida aos mercados.	5,87	2,12
Está constantemente atento aos fatores que mais colocam em risco o cumprimento de seus objetivos.	7,05	2,21
Adotou as práticas mais modernas de gestão da política monetária.	6,92	2,34

Fonte: primária (questão 3.4).

A questão 3.5 tem como objetivo avaliar a forma pela qual o BCB se comunica com os mercados. Por falhas técnicas ocorridas na página do questionário na internet, nenhuma resposta ao item (b) dessa questão foi registrada, fato que não ocorreu no testes anteriores e na aplicação do pré-teste. Vale destacar, contudo, que o tema do referido item, qual seja, clareza da comunicação do BCB, é abordado também na questão a 3.6, discutida mais adiante.

Os outros resultados da questão 3.5 indicam uma média simples igual a 6,82, considerando-se todos os itens exceto (b). Por um lado, o acesso à página do Banco na internet foi muito bem avaliado (nota 8,28), assim como a qualidade da informação disponibilizada (nota 7,44). As excelentes classificações obtidas pelo portal do Banco (na categoria Governo) nas edições em que participou do prêmio Ibest de melhores páginas da internet brasileira corroboram a avaliação aqui obtida.¹⁰⁷ A nota mais baixa ficou por conta da avaliação acerca do espaço para que os mercados opinem sobre a política comunicacional do BCB (nota 5,54). Esse é um ponto que deveria ser considerado pelos gestores brasileiros, uma vez que só é possível saber se a comunicação apresenta problemas de duas formas. A primeira é obtendo-se resultados indesejados ou reações extremadas por parte da audiência; a segunda é através do questionamento periódico a essa mesma audiência, acerca do processo comunicacional vigente. Esta última alternativa é a que gera menos custos em termos de efetividade de política e, por isso, geraria resultados positivos se adotada. Os resultados da questão 3.5 estão na *Tabela 9*.

¹⁰⁷Veja notícias a respeito no site do BCB, em <http://www.bcb.gov.br/?id=NOTICIA&cod=549>.

Tabela 9 - avaliação da forma do BCB se comunicar

	Média	Desvio Padrão
Qualidade (em termos de utilidade para sua tomada de decisões) da informação disponibilizada.	7,44	1,71
Clareza das informações transmitidas.	(*)	(*)
Periodicidade das publicações.	7,28	1,86
Facilidade de acesso à <i>homepage</i> do BCB.	8,28	2,00
Coerência entre as mensagens transmitidas através dos diversos canais de comunicação.	7,28	1,76
Encadeamento (seqüência lógica) entre as diversas edições da Ata do Copom ou do Relatório de Inflação.	5,92	2,30
Encadeamento (seqüência lógica) entre as declarações e pronunciamentos de diretores do BCB.	5,97	2,19
Espaço para que os mercados opinem sobre a política comunicacional do BCB.	5,54	2,36

Fonte: primária (questão 3.5).

(*) Não houve registro de respostas, por problema técnico relacionado à página na internet.

A questão 3.6 foi respondida por 39 participantes e é composta por três avaliações relacionadas entre si: a quantidade da informação transmitida, a clareza com a qual tal informação é transmitida e a sua relevância para a tomada de decisões ou elaboração de cenários dos agentes. No conjunto de questões 3.4 a 3.6, as proporções mais altas de notas zero ocorreram nesta última: nos quesitos “quantidade de informações acerca dos motivos pelos quais as decisões do Copom se desviaram das expectativas do mercado” (4 notas zero), “clareza acerca desses mesmos motivos” (5 notas zero) e “clareza acerca das discussões internas entre os membros votantes do Copom” (7 notas zero). Essas proporções manifestaram-se nas médias obtidas por esses quesitos, conforme pode ser observado na *Tabela A4* (encontrada no *Apêndice II*). De fato, trata-se de uma percepção existente nos mercados que deve ser considerada pelos gestores.

A questão 3.7 é a única aberta constante no questionário, como já se mencionou anteriormente. Muitos respondentes não consideraram essa questão, o que resultou um retorno de 23 respostas, todas reproduzidas no *Apêndice III*, em seqüência que obedece à ordem alfabética do nome dos respondentes. A extração de uma conclusão inequívoca acerca do

número elevado de pesquisados que não respondeu a essa questão fica difícil de ser feita, pois algumas pessoas responderam pelo menos “não”. De qualquer forma, mantidos os devidos cuidados na análise que aqui se faz, os comentários a seguir serão feitos com base no que se obteve efetivamente de respostas.

O objetivo da questão 3.7 era o de deixar um espaço aberto para que os respondentes expressassem suas percepções acerca de eventuais problemas na comunicação do BCB não captados nas outras perguntas da seção III do questionário. Tendo-se em vista a questão específica do mercado cambial, já apresentada na discussão que se fez no Capítulo 3 sobre a política comunicacional do BCE – sendo válida, porém, para a maioria dos BCs no mundo –, deixou-se claro no enunciado da referida pergunta que o que estava sendo questionado referia-se a uma informação que poderia ser transmitida pela autoridade monetária e não o era, mesmo sendo benéfica para ambas as partes – portanto, exclui informações (*ex ante*) sobre intervenção cambial. Em outras palavras, procurou-se avaliar se há alguma categoria informacional, de posse do BCB, que não estava sendo transmitida ou o estava de maneira inadequada ao mercado.

Apenas 5 respostas (22% do total de respostas válidas) apontaram, de forma objetiva e direta, que não percebem a existência de informações omitidas ou transmitidas inadequadamente pelo BCB. Esse tipo de resposta não se concentrou em apenas uma categoria de respondente, uma vez que foi dada por dois economistas, um tesoureiro (o único da amostra), um operador de mesa e um economista-chefe. Esses respondentes pertencem a instituições de todos os portes e têm os mais diversos tempos de experiência profissional. Portanto, não é possível identificar, nesse caso, um padrão comportamental – associado à característica do agente e à da instituição em que trabalha – que explique essa percepção.

As outras 18 respostas, por sua vez, também não permitem o estabelecimento de um padrão comportamental bem definido. Entretanto, permitem a extração de uma conclusão, qual seja, a de que os maiores problemas percebidos pelos agentes, na comunicação do BCB, referem-se à ausência de informações sobre o modelo utilizado e seus parâmetros. Aqui há uma discussão na literatura acerca da factibilidade de se apresentar ou não o modelo ao público. Mishkin (2004b) defende que a transmissão de informações acerca da função-objetivo dos gestores não

é algo trivial. Este é um ponto que pode não estar sendo considerado pelos agentes de mercado, quando demandam mais informações sobre o modelo. Segundo o autor,

The first problem with announcing an objective function is that it might be quite hard for members of a monetary policy to specify an objective function. Having watched how members of a monetary policy committee operate, I can attest that members of monetary policy boards don't think in terms of objective functions and would have a very hard time in describing what theirs it (MISHKIN, 2004b).

Por isso, Mishkin (2004b) acredita na tese de que a divulgação da função-objetivo complicaria a comunicação com o público. Ademais, ao conhecer o modelo e, portanto, os pesos relativos do produto e da inflação na função-objetivo, os agentes poderiam cair no que Chari *et al* (1998) chamam de “armadilha de expectativas”, uma vez que haveria a possibilidade da economia alcançar um resultado no qual salários e preços são elevados sob a expectativa de que o BC acomodará esses aumentos por buscar prevenir um grande hiato de produto. Como consequência, novos aumentos de preços ocorrerão, resultando em um equilíbrio no qual existe inflação mais alta sem a devida redução da flutuação do produto. Essas talvez sejam explicações para a falta de transparência na divulgação dos modelos dos BCs. Ademais, tal divulgação poderia extrair graus de manobra das autoridades monetárias, uma vez que ficariam com as mãos amarradas diante da necessidade de se mudar, mesmo que temporariamente, os pesos relativos na função-objetivo. Outra questão a ser considerada é que, diante da complexidade da execução da política monetária, a mera divulgação do modelo pode não ser suficiente para que os agentes compreendam de forma satisfatória o processo decisório (POLANY, 1957; WINKLER, 2000; GREEN, 2001).

A questão 3.8 procura captar a percepção em relação à evolução da comunicação do BCB nos últimos 24 meses, em termos de quantidade, de clareza e de qualidade de suas informações. De um modo geral, a comunicação do Banco evoluiu favoravelmente no período considerado. Deve-se destacar, contudo, que no quesito qualidade, o percentual (44,7%) de respondentes que consideraram a resposta “estável” não é muito diferente da proporção (50%) dos que avaliam uma melhora. Também no quesito clareza a proporção (25,6%) de respondentes que considera uma piora nas informações transmitidas pela autoridade monetária brasileira é considerável, o que sugere um estado de alerta constante por parte da instituição. Os resultados estão reportados na *Tabela 10*.

Tabela 10 - evolução da comunicação nos últimos 24 meses (número de respostas e %)

	Melhorou	%	Piorou	%	Estável	%	Não Sei	%	Total	%
Quantidade de informações disponibilizadas	25	64,1	1	2,6	13	33,3	0	0	39	100,0
Clareza com que tais informações são transmitidas	18	46,2	10	25,6	11	28,2	0	0	39	100,0
Qualidade das informações transmitidas	19	50,0	2	5,3	17	44,7	0	0	38	100,0

Fonte: primária (questão 3.8).

5.5. Considerações finais

Estudos empíricos, em suas diversas dimensões, estão sujeitos a limitações, e o questionário que compõe esta dissertação não é uma exceção. Destacar algumas dessas limitações constitui postura de honestidade intelectual frente à ciência e ao leitor, além de permitir uma melhor autocrítica por parte do pesquisador.

Um ponto relevante é que apenas uma das partes do processo comunicacional está sendo questionada diretamente. A comunicação, enquanto via de duas mãos, exige que tanto o emissor quanto o receptor sejam analisados. O conceito de processo sugere que, na comunicação, o agente A seja tanto emissor quanto receptor, o mesmo valendo para o agente B. Ao analisar indicadores provenientes do setor privado e de outras esferas governamentais, convocar reuniões para ouvir a opinião de economistas e investidores acerca do estado da economia e pautar suas decisões a partir das expectativas dos mercados, o Banco Central é o receptor no processo. Neste trabalho, inclusive por questões de acesso, optou-se por se ouvir apenas uma das partes envolvidas, o que é defensável, pois, por mais perfeita que seja a codificação de objetivos e intenções da fonte e por menores que sejam os ruídos na transmissão da mensagem, ainda assim podem ocorrer problemas na interpretação dos agentes receptores. Portanto, por maior que seja o esforço do BC ao se comunicar com o público, se a percepção deste último apontar a existência de inadequações comunicacionais, o primeiro deve se ajustar, sob o risco de não ser compreendido e não obter os resultados desejados. Daí não se segue, contudo, que toda a culpa por eventuais falhas de interpretação é atribuída somente ao emissor no processo.

Uma segunda limitação encontra-se na segmentação da audiência do BCB proposta nesta dissertação. A comunicação do Banco é feita não somente com os mercados, mas com o público em geral, incluindo leigos em Economia e Finanças, autoridades do setor produtivo, legisladores e outras esferas de governo. A ausência de independência formal do Banco e o histórico de instituições frágeis no Brasil apontam para a necessidade de se analisar a questão da comunicação como um todo, ou seja, a política comunicacional do governo frente ao público. É comum, por exemplo, que declarações políticas acerca de assuntos da alçada da autoridade monetária tenham impacto nos mercados e nos resultados de política. Aqui também há um problema de credibilidade. Essa abordagem mais abrangente, contudo, não fazia parte dos objetivos aqui propostos, mas constitui sugestão para pesquisas futuras, apesar das dificuldades intrínsecas a esse tipo de estudo.

Em terceiro lugar, a aplicação de um questionário pode ser comparada a uma radiografia que está sendo feita no momento em que o paciente está sendo examinado. Em outras palavras, uma melhor avaliação da comunicação do BCB exigiria uma avaliação constante, o que poderia ser feito através da aplicação de questionários a cada seis meses, por exemplo, sempre abordando os mesmos aspectos e permitindo ao pesquisador uma visão evolutiva. O que se quer dizer com isso é que a comunicação é um processo dinâmico e depende do contexto em que é realizada. Dessa forma, esse mesmo questionário, aplicado em outro momento, pode gerar resultados diferenciados.

Por fim, deve-se admitir que o próprio questionário está sujeito a falhas de comunicação entre seu autor e os respondentes. Apesar de todas as limitações apontadas, acredita-se que o instrumento aqui utilizado conseguiu captar as principais percepções dos agentes do mercado financeiro brasileiro em relação à comunicação do BCB. Nesse sentido, esse instrumento constitui importante insumo para reflexão, e, por conseguinte, extração de recomendações aos gestores de política. Esta é a principal contribuição derivada da pesquisa de campo aqui proposta e será feita a seguir.

CONSIDERAÇÕES FINAIS DA DISSERTAÇÃO

A análise de um tema tão complexo como o é a comunicação, não constitui tarefa elementar, e, por esse motivo, algumas limitações devem ser consideradas, além daquelas apontadas na seção 5.5. Ao longo deste estudo, considerou-se o processo comunicacional apenas entre duas partes, de modo a permitir o tratamento analítico proposto. Essa ênfase, contudo, não deve obscurecer o fato de que, na realidade, prevalece a heterogeneidade dos agentes, tanto de um lado como de outro da interação aqui tratada. Esses agentes se comunicam entre si, o que remete a análise ao estudo da “comunicação intramercados”, principalmente quando se considera que o BC tem como objetivo influenciar os agentes de tal forma que as ações destes sejam compatíveis, em magnitude e direção, com as intenções das autoridades. Nesse sentido, não necessariamente a maioria – ou a quantidade requerida de agentes para influenciar os resultados dos mercados – agirá de acordo com o esperado pelas autoridades. Por isso, a ressalva que se fez no Capítulo 4 sobre o processo de codificação em um ambiente com gestores que têm visões diferenciadas e de decodificação entre agentes com capacidades e interesses distintos, deve ser reforçada.

Uma outra limitação existente neste estudo – já apontada de maneira geral na seção 5.5 – refere-se à segmentação (ou corte) que aqui se fez. Uma vez que os BCs têm como objetivo atingir as decisões de consumo e de investimento do setor privado, as percepções (e expectativas) dos agentes do lado real da economia também são relevantes. Essa ressalva é válida tanto para as percepções que esses agentes têm das autoridades, quanto as que têm dos mercados financeiros. Nesse contexto, esforços comunicacionais voltados para economistas de bancos, operadores de mesa e gestores de fundos, entre outros, podem não constituir condição suficiente para que os objetivos finais de política sejam atingidos de forma satisfatória. É por esse motivo que são bem-vindos os esforços para melhorar a comunicação direta com não participantes do mercado, por mais relevantes que sejam os mercados como canais de transmissão de política. Esses esforços, contudo, sofrem a restrição da linguagem utilizada, nem sempre inteligível para certas audiências, como bem é captado por Galvão (2004).

Adicionalmente, é conveniente registrar que o canal das expectativas não é o único pelo qual a política monetária opera, tampouco as relações de causalidade apresentadas no Capítulo 2

em relação aos preços das variáveis financeiras são válidas sob toda e quaisquer circunstâncias. Esta dissertação teve o objetivo de analisar apenas um dos canais existentes, sob a consideração de que os resultados finais de política dependerão do conjunto de canais de transmissão de política, além de fatores exógenos que podem contribuir ou atrapalhar o trabalho dos gestores de política, tais como mudanças nos preços internacionais de *commodities* e movimentos generalizados de apreciação ou depreciação de moedas.

A despeito dessas limitações e de outras que eventualmente não estão sendo contempladas, esta dissertação abordou um tema consensualmente relevante. A abordagem aqui utilizada procurou situar o processo comunicacional entre autoridades monetárias e mercados financeiros no contexto mais amplo da comunicação humana, o que, sob o ponto de vista do autor deste trabalho, constitui esforço amplamente justificado, uma vez que por detrás da relação institucional entre BCs e bancos comerciais e de investimentos, consultorias e administradoras de fundos, encontram-se agentes que se comunicam entre si. Nesse sentido, a abordagem aqui utilizada inova ao ampliar a análise em direção a uma área tão pouco visitada por economistas. São inúmeras e profundas as possibilidades de conexões analíticas no estudo da Política Monetária com o da Comunicação e da Psicologia Econômica (de forma específica, o estudo das percepções). Esta dissertação está muito longe de exaurir todas essas conexões, mas constitui avanço 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. Colocando de outra forma, pode-se dizer que não somente os agentes se comunicam entre si, mas também as teorias.

A política monetária apresenta-se como uma paisagem que tem, em vários de seus trechos, um relevo acidentado. O Capítulo 1, nesse sentido, teve o objetivo de apresentar alguns desses “acidentes de relevo”, que emergem nas discussões sobre inconsistência dinâmica e (ausência de) credibilidade, conhecimento limitado e incerteza por parte dos gestores e informação assimétrica. A partir dessas considerações, alguns desafios são colocados à comunicação da autoridade monetária. Mesmo divulgando seus modelos (como é assumido implicitamente pelos teóricos da inconsistência dinâmica e de seus desdobramentos), o BC e suas políticas devem ser vistos como críveis pelo setor privado, o que exige um trabalho de persuasão por parte dos gestores. Em segundo lugar, a divulgação explícita ou freqüente de que enfrenta incertezas em relação a determinado objeto pode prejudicar sua credibilidade (e a eficiência da política). Por fim, a prática de restrições exageradas em relação à execução da política

(elevado grau de assimetria informacional) pode gerar suspeitas e aumentar os custos de obtenção de informação por parte do setor privado, o que sugere a conveniência de algum grau de abertura, a ser estabelecido por cada BC, de acordo com as circunstâncias locais. Nesse contexto, não surpreende o fato de que mesmo as instituições consideradas pouco transparentes, como o Fed, estão procurando aumentar o grau de transparência de suas ações e melhorar a comunicação externa.

Como é bem captado pela teoria exposta no Capítulo 2 e pela pesquisa de campo realizada (questão 2.5), o tema aqui tratado está intimamente relacionado à credibilidade de BCs e, por conseguinte, à efetividade da política monetária. Nesse contexto, a questão da transparência emerge como fator crucial para obtenção de resultados oficiais desejados, mas a efetivação destes resultados dependerá das percepções dos participantes do mercado em relação às intenções do BC.

No Capítulo 3, o arcabouço teórico apresentado abriu espaço para um sumário de como os BCs se comunicam no seu dia-a-dia com o público em geral. De um modo particular, tem-se a convergência das *políticas comunicacionais* das 5 instituições analisados. Várias das práticas de comunicação utilizadas por aquelas instituições também são seguidas por outras. A utilização das mais modernas práticas de comunicação, contudo, não elimina a possibilidade de ocorrência de falhas e interpretações que se mostram prejudiciais à efetividade da política ou à credibilidade da autoridade monetária. Essa possibilidade ocorre a despeito dos elevados níveis de abertura atingidos pelos BCs.

Ao se considerar o conceito de transparência além do que é estabelecido pela associação com abertura e compartilhamento de informações, encontra-se que uma completa transparência será inatingível na prática. Como é destacado no Capítulo 4, isso ocorre porque existem fatores subjetivos e incertezas na condução da política, que constituem fatores de difícil codificação, e, portanto, de difícil transmissão ao público. Esses argumentos não são usuais na literatura tradicional, e, por isso, o seu aprofundamento analítico ocorre no estudo da área da Comunicação, cujos elementos teóricos apresentados procuraram ser aplicados ao contexto da política monetária.

Por fim, não obstante todas as limitações já citadas, o Capítulo 5 tem o objetivo de apresentar e discutir os resultados da pesquisa de campo realizada. Do ponto de vista qualitativo, a comunicação do BCB não apresenta grandes problemas – resultado que também é encontrado por Fracasso *et al* (2003) e pelo FMI (2004). Entretanto, em alguns quesitos a instituição obteve notas abaixo do conceito médio, tais como a quantidade e a clareza de informações referentes às discussões internas entre os membros do Copom e os motivos pelos quais as decisões do Comitê se desviaram das expectativas dos mercados (questão 3.6). A questão 3.7, por sua vez, captou a percepção de que o BCB deve divulgar mais informações sobre seus modelos. Todos esses pontos devem ser analisados pelas autoridades e sua procedência e adoção devem ser considerados à luz das limitações impostas à completa transparência e às potenciais restrições futuras que podem existir em momentos em que precisa alterar os valores dos parâmetros dados à inflação e ao produto, ou em momentos em que a discussão interna nos comitês de política gerar elevado grau de impasse por parte dos gestores, o que também pode prejudicar a consecução dos objetivos de política.

Boa parte da comunicação do BCB com os mercados sofre a influência da intermediação de agências de notícias e formadores de opinião, conforme foi captado na pesquisa. Daí a constante necessidade do Banco monitorar todo o processo comunicacional, de modo a se evitar possíveis distorções na compreensão dos agentes. Entretanto, deve-se considerar que, caso a autoridade monetária “combata o incêndio” já nos primeiros sinais de fumaça, poderá ser constantemente testada por uma onda de boatos em torno de seu comprometimento institucional, alteração no quadro de seus diretores e outras informações que o mercado busca. Ou seja, uma forma de se obter a confirmação ou não de uma suspeita, seria disseminando um boato e ficando à espera de uma manifestação oficial das autoridades.

Como já foi mencionado, a relevância da pesquisa de campo realizada deve ser ilustrada pela analogia da radiografia: não é um recurso tão potente quanto uma ressonância magnética – que corresponderia a uma abordagem mais ampla que considerasse todos os aspectos determinantes da comunicação –, mas é suficiente para que o analista tenha uma idéia de como está o estado do paciente em determinado momento e, com isso, possa sugerir algum procedimento inicial.

A despeito da implementação do regime de metas de inflação no Brasil e da significativa melhora na comunicação do BCB com o público em geral observada nos últimos anos, a

política monetária brasileira tem sido constantemente ameaçada por desvios das expectativas privadas em relação à meta de inflação, o que costuma ser justificado como um problema de credibilidade ainda não totalmente consolidada ou como uma elevada exposição a choques – esta última, diga-se de passagem, foi bastante reduzida nos últimos 2 anos. Os resultados obtidos pelo questionário mostraram que credibilidade também é obtida através da comunicação e, por isso, são necessárias ações, por parte do BCB, que mantenham bons e eficientes canais de comunicação para melhorar sua imagem de comprometimento com as metas e, como consequência, sua efetividade de política. Em outras palavras, credibilidade também se constrói através de instrumentos comunicacionais.

A boa utilização de instrumentos de comunicação, por sua vez, exige que o Banco Central conheça o processo comunicacional (e os participantes do jogo), com suas etapas e fatores determinantes, bem como identifique os aspectos que influenciam sua audiência. Para isso, a análise de contribuições realizadas em outras áreas do conhecimento é salutar e merece a consideração das autoridades. Essa recomendação deve ser vista como uma sugestão de política, uma vez que sua efetivação poderá contribuir para o aperfeiçoamento da comunicação em política monetária. Adicionalmente, o BCB deve considerar os quesitos em que obteve pior avaliação em pesquisas como a que foi realizada aqui. Não há referências para que se diga, com certeza, qual seria a nota ideal obtida pelo BCB em cada quesito avaliado. Entretanto, notas acima de 7 (em escala de zero a dez) podem ser vistas como indicativo de uma boa avaliação, mas não afastam a possibilidade de riscos que deteriore as expectativas de forma rápida. Atingir nota 10 em todos os quesitos talvez seja um objetivo utópico, mas isso não impede que a comunicação, na condição de processo, procure ser melhorada constantemente.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALESINA, Alberto; SUMMERS, Lawrence H. Central Bank independence and macroeconomic performance. *Journal of Money, Credit, and Banking*, v. 25, p. 151-162, mai.1993.

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*, dez. 2001. Disponível em: <http://www.riksbank.se/upload/6137/wp_132.pdf>. Acesso em: 12 mar. 2003.

ANDRADE, Eduardo de C. Bacen e BCs selecionados: uma análise comparativa do nível de transparência. *Ibmec Working Paper*, v. 2, 2002. Disponível em: <<http://www.ibmec.br/sub/sp/article.php?topicid=87&siteid=18>>. Acesso em: 9 set. 2003.

AMATO, Jeffrey; MORRIS, Stephen; SHIN, Hyun Song. Communication and monetary policy. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 18, p. 495-503, out. 2002. Disponível em: <<http://ideas.repec.org/a/oup/oxford/v18y2002i4p495-503.html>>. Acesso em: 12 mar. 2003.

ARROW, Kenneth J. Limited knowledge and economic analysis. *The American Economic Review*, v. 64 (1), p. 1-10, 1974.

BACKUS, David; DRIFFILL, John. Rational expectations and policy credibility following a change in regime. *The American Economic Review*, v. 75, p. 530-538, 1985.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Prestação de contas*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?PCONTAS>>. Acesso em: Jun. 2004.

_____. *Relatório de Inflação*, v. 1 (1), jun. 1999. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?RELINF199906>>. Acesso em: 21 mar. 2004.

_____. O processo de decisão do Copom. *Relatório de Inflação*, v. 4 (1), p. 116-117, mar. 2002. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?RELINF200203>>. Acesso em: 21 mar. 2004.

_____. *Carta Aberta ao Ministro da Fazenda*, jan. 2003a. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/img/noticias/carta2003.pdf>>. Acesso em: 11 set. 2004.

_____. Taxa de juros, custo do crédito e atividade econômica. *Relatório de Inflação*, v. 5 (3), p. 123-127, set. 2003b. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?RELINF200309>>. Acesso em: 21 mar. 2004.

_____. *Carta Aberta ao Ministro da Fazenda*, fev. 2004a. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/img/noticias/carta2004.pdf>>. Acesso em: 11 set. 2004.

_____. *Ata da 92ª Reunião do Copom*, jan. 2004b. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM92>>. Acesso em: out. 2004.

_____. *Ata da 100ª Reunião do Copom*, set. 2004c. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM100>>. Acesso em: 23. set. 2004.

_____. *Relatório de Inflação*, v. 6 (3), set. 2004d. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?RELINF200409>>. Acesso em: 1 out. 2004.

_____. *Carta Aberta* referente aos anos de 2001, 2002 e 2003. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?CARTAMETA>. Acesso em: abr. 2004.

BANCO CENTRAL EUROPEU. *Relatório Anual 2003*, cap. 6, p. 164-169, 2004a. Disponível em: <<http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2003pt.pdf>>. Acesso em: 10 jul. 2004.

_____. *The monetary policy of the ECB*, cap. 3, p. 41-70, 2004b. Disponível em: <<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2004en.pdf>>. Acesso em: 10 jul. 2004.

_____. *Conceito de transparência*. Disponível em: <<http://www.ecb.int/ecb/orga/transparency/html/index.en.html>>. Acesso em: Mar. 2004

BARRO, Robert J. Reputation in a model of monetary policy with incomplete information. *Journal of Monetary Economics*, v. 17, p. 3-20, jan. 1986.

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.

BEDDIES, Christian H. Selected issues concerning monetary policy and institutional design for Central Banks: a review of theories. *IMF Working Paper*, n. 00/140, ago. 2000. Disponível em: <www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00140.pdf>. Acesso em: 12 Ago. 2002.

BELTRÃO, Luiz. *Teoria geral da comunicação*. 3.ed. Brasília: Thesaurus Editora, 1982.

BERLO, David K. *O processo da comunicação. Introdução à teoria e prática*. 4.ed. Rio de Janeiro: Editora Fundo de Cultura, 1972.

BERNANKE, Ben S. Fedspeak. *Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the meetings of the American Economic Association*, San Diego, Jan. 2004. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200401032/default.htm>>. Acesso em: 17 jun. 2004.

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. Disponível em: <<http://www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2001/01/bikchan.htm>>. Acesso em: 19 Jul. 2003.

BLINDER, Alan S. *Bancos Centrais: teoria e prática*. São Paulo: Editora 34, 1999a.

_____. Central Bank credibility: why do we care? How do we build it? *NBER Working Paper*, n. 7161, 1999b. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w7161.pdf>>. Acesso em: 21 jul. 2002.

_____; GOODHART, Charles; HILDEBRAND, Philipp; LIPTON, David; WYPLOSZ, Charles. *How do Central Banks talk?* Londres: Centre for Economic Policy Research/International Center for Monetary and Banking Studies, 2001. (Geneva Report on the *World Economy*, n. 3)

BoE. Disponível em: <<http://www.bankofengland.co.uk>>. Acesso em 2004.

BRAINARD, William. Uncertainty and the effectiveness of policy. *The American Economic Review* v. 57, p. 411-425, maio 1967.

BRASHERS, Dale E. Communication and uncertainty management. *Journal of Communication*, v. 51 (3), p. 477-497, 2001.

BRASIL. Decreto-lei n.3088, de 21 de junho de 1999. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?METASNORMA>>. Acesso em: fev. 2004.

CARNES, W. Stansbury; SLIFER, Stephen. *The Atlas of economic indicators*. Nova York: HarperBusiness – HarperCollins Publishers, 1991.

CHARI, Varadarajan; CHRISTIANO, Lawrence; EICHENBAUM, Martin. Expectation traps and discretion. *Journal of Economic Theory* v. 81, n. 2, p. 462-492, 1998.

CLARIDA, Richard; GALÍ, Jordi; GERTLER, Mark. The science of monetary policy: a new Keynesian perspective. *Journal of Economic Literature*, v. 37, p. 1661-1707, 1999.

CONNOLLY, Ellis; KOHLER, Marion. News and interest rate expectations: a study of six central banks. In: CONFERÊNCIA THE FUTURE OF INFLATION TARGETING, 2004, Sidnei. Disponível em: <<http://www.rba.gov.au/PublicationsAndResearch/Conferences/2004>>. Acesso em: set. 2004.

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: WYPLOSZ, C. (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/~alexcuk/recent_pub.html>. Acesso em: 28 maio 2004.

CUKIERMAN, Alex; WEBB, Steven B.; BILIN, Neyapti. Measuring the independence of Central Banks and its effect on policy outcomes. *The World Bank Economic Review*, v. 6, n. 3, p. 353-398, 1992.

EDEY, Malcolm; STONE, Andrew. A perspective on monetary policy transparency and communication. In: CONFERÊNCIA THE FUTURE OF INFLATION TARGETING, 2004, Sidnei. Disponível em: <<http://www.rba.gov.au/PublicationsAndResearch/Conferences/2004>>. Acesso em: 6 set. 2004.

FED. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov>>. Acesso em 2004.

_____. *Press Release da reunião do FOMC*, mar. 1997. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/general/1997/19970325/default.htm>>. Acesso em: out. 2002.

_____. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/20030506.htm>>. Acesso em: 10 Maio 2004.

_____. *Ata da reunião do FOMC de dezembro de 1998*. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/19981222.htm>>. Acesso em: Jun. 2003.

_____. *An Unwelcome Fall in Inflation?* Pronunciamento de Ben Bernanke em julho de 2003. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030723/default.htm>>. Acesso em: 15 maio 2004.

_____. *Testimony of Chairman Alan Greenspan*. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2004/february/testimony.htm>>. Acesso em: mar. 2004.

FELS, Joachim. A tale of three central banks. *Morgan Stanley European Economics*, 21 jul. 2003.

SEM surpresa, Fed deixa juro em 1%. *Folha de São Paulo*, São Paulo, p. B2, 29 jan. 2004.

MEIRELLES manda mercado reler a ata. *Folha de São Paulo*, São Paulo, p. B2, 30 jan. 2004.

BOLSAS sobem com otimismo de Greenspan. *Folha de São Paulo*, São Paulo, p. B1, 12 fev. 2004.

BANCO CENTRAL falha na comunicação, dizem analistas. *Folha de São Paulo on line*, São Paulo, 1 mar. 2004. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u81282.shtml>>. Acesso em jun. 2004.

FORDER, James. The theory of policy credibility. *Review of Political Economy*, v. 13 (1), p. 5-25, 2001.

FRACASSO, Andrea; GENBERG, Hans; WYPLOSZ, Charles. *How do Central Banks write? An evaluation of inflation targeting Central Banks*. Londres: Centre for Economic Policy Research/International Center for Monetary and Banking Studies/Norges Banks, 2003. (Geneva Report on the World Economy Special Report, n. 2).

FRAGA, Armínio; GOLDFAJN, Ilan; MINELLA, André. Inflation targeting in emerging market economies. *NBER Working Paper Series 10019*, out. 2003. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10019.pdf>>. Acesso em: abr. 2004.

FRATZSCHER, Marcel. Communication and exchange rate. *European Central Bank Working Paper* 363, Mai.2004. Disponível em: <<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp363.pdf>>. Acesso em: 11 set. 2004.

FRIEDMAN, Benjamin M. The use and meaning of words in central banking: inflation targeting, credibility, and transparency. *NBER Working Paper Series 8972*, Jun. 2002. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w8972.pdf>>. Acesso em: 4 out. 2004.

FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna J. *A monetary history of the United States, 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press, 1963.

FUHRER, Jeffrey. The (Un)importance of forward-looking behavior in price specifications. *Journal of Money, Credit and Banking* 29, p. 338-350, ago. 1997.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *Annual Report of the executive Board for the Financial Year Ended April 30, 2003*. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2003/eng/index.htm>>. Acesso em: 3 jan. 2004.

_____. *Investor Relations Programs – recent developments and issues*, out. 2004. Texto disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/icm/2004/102604.pdf>>. Acesso em: 20 nov. 2004.

GALVÃO, Walnice N. Estratégias discursivas do poder monetário. *Folha de São Paulo*, São Paulo, 17 fev. 2004, Caderno Dinheiro.

GARCIA, Marcio (1997). *A estrutura a termo da taxa de juros*. 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.

GONÇALVES, Fernando M. *Desenho Institucional de Bancos Centrais: teorias e o Caso Brasileiro*. Dissertação (Mestrado em Economia) – EPGE, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2001.

GOODFRIEND, Marvin. Monetary mystique: secrecy and Central Banking. *Journal of Monetary Economics*, v. 17, p. 63-92, 1986.

GOODHART, Charles A. E.; HUANG, Haizhou. Time inconsistency in a model with lags, persistence, and overlapping wage contracts. *Oxford Economic Papers*, v. 50, p. 378-396, 1998.

GREEN, Edward J. Central Banking and the economics of information. *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.

HAHN, Volker. Transparency in monetary policy: a survey. *IFO Studien Zeitschrift für Empirische Wirtschaftsforschung*, n. 48 (3), p. 429-455, 2002. Disponível em: <<http://www.cesifo.de/link/IFOSTUDIEN-3-2002-4-S429.PDF>>. Acesso em: 21 set. 2004.

HARPER, David (2003). *Trying to Predict Interest Rates*. Disponível em: <<http://www.investorpedia.com>>. Acesso em: 3 jan. 2004.

HEINER, Ronald A. The origin of predictable behavior. *The American Economic Review*, v. 73, p. 560-595, set. 1983.

HILL, Manuela Magalhães; HILL, Andrew. *Investigação por questionário*. 2.ed. Lisboa: Edições Silabo, 2002.

ISSING, Otmar. Monetary policy in an environment of global financial markets. 2002. In: WORKSHOP OF THE ECB-CFS RESEARCH NETWORK ON CAPITAL MARKETS AND FINANCIAL INTEGRATION IN EUROPE, Frankfurt am Main, 29 de abril de 2002. Disponível em: <http://www.ecb.int/press/key/date/2002/html/sp020429_1.en.html>. Acesso em: 10 fev. 2003.

KATONA, George. How expectations are really formed. *Challenge* nov-dez. 1980, p. 32-35.

KEYNES, John M. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Nova Cultural, [1936] 1996. cap.12, p. 159-179.(Os Economistas).

KIELER, Mads. The ECB's inflation objective. *IMF Working Paper 03/91*, Maio 2003. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=16458.0>>. Acesso em: 4 ago. 2004.

KING, Mervyn. Changes in UK monetary policy: rules and discretion in practice. *Journal of Monetary Economics*, v. 39, p. 81-97, 1997.

KOHN, Donald; SACK, Brian. Central Bank talk: does it matter and why? Staff Working Papers in the *Finance and Economics Discussion Series*, v. 55, 2003. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2003/200355/200355abs.html>>. Acesso em: 15 ago. 2004.

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, n. 3, 1977.

LAMBERT, Richard. *Boring bankers – should we listen?* Bank of England, Speech by Richard Lambert given at the Institute for Public Policy Research, 22 abr. 2004. Disponível em:<www.bankofengland.co.uk/speeches/speech219.pdf>. Acesso em: 9 set. 2004.

LE HERON, Edwin. A new consensus on monetary policy? *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 23, n. 4 (92), 2003.

LEVY, D. (1999). Interview with Arnold Harberger. *The Region*, Federal Reserve Bank of Minneapolis. Disponível em: <<http://woodrow.mpls.frb.fed.us/pubs/region/99-03/harberger.cfm>>. Acesso em: 15 mar. 2002.

LIKERT, Rensis. A technique for the measurement of attitudes. *Archives of Psychology*, n.140, p. 1-50, 1932.

LINTZ, Alexandre C. *Dinâmica de bolhas especulativas e finanças comportamentais: um estudo aplicado ao mercado de câmbio brasileiro*. Tese (Doutorado em Administração), FEA/USP, São Paulo, 2004.

LIMA, Venício A. de. *Mídia: teoria e política*. São Paulo: Fundação Perseu Abramo, 2001, p. 21-53.

LIMA, Gilberto T. Evolução recente da regulação bancária no Brasil. In SOBREIRA, R. (org.), *Regulação financeira e bancária*. São Paulo: Ed. Atlas, 2005, p. 185-209.

LITTLEJOHN, Stephen W. *Fundamentos teóricos da comunicação humana*. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1982.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. *Técnicas de pesquisa*. São Paulo: Atlas, 1982. p. 74-82.

MEYER, Laurence (2001). Comparative Central Banking and the politics of monetary policy. *Federal Reserve Bank of Minneapolis*. Disponível em: <<http://www.minneapolisfed.org/info/policy>>. Acesso em: 6 jul. 2002.

MILANEZ, Daniel Y. *Finanças comportamentais no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Economia) – IPE/USP, São Paulo, 2003.

MISHKIN, Frederic S. Can inflation targeting work in emerging market countries? In: FESTSCHRIFT IN HONOR OF GUILLERMO A. CALVO, International Monetary Fund. (Org.), 2004a. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/mp/res/seminars/2004/calvo/pdf/mishkin.pdf>>. Acesso em: 28 abr. 2004.

_____. Can central bank transparency go too far? In: THE FUTURE OF INFLATION TARGETING, agosto de 2004b, Sidnei. Disponível em: <<http://www.rba.gov.au/PublicationsAndResearch/Conferences/2004>>. Acesso em 2 set. 2004.

MORRIS, Stephen; SHIN, Hyun Song. The social value of public information. *The American Economic Review* v. 92, p. 1521-1534, 2002.

MULLAINATHAN, Sendhil; THALER, Richard H. Behavioral economics. *NBER Working Paper Series* 7948, out. 2000. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w7948.pdf>>. Acesso em: jun. 2003.

NETTO, Antonio Delfim. Sobre as metas inflacionárias. *Revista de Economia Aplicada* v. 3 (3), p. 357-382, jul-set. 1999.

OBERLECHNER, Thomas; HOCKING, Sam. Information sources, news, and rumors in financial markets: insights into the foreign exchange market. *Journal of Economic Psychology* 25, p. 407-424, jun. 2004.

ORPHANIDES, Athanasios; WILLIAMS, John C. Imperfect knowledge, inflation expectations, and monetary policy. *Federal Reserve Board Working Papers* 2002, n.27, 2002. (Finance and Economics Discussion Series). Disponível em: < www.federalreserve.gov/pubs/feds/2002/200227/200227pap.pdf>. Acesso em: 10 jul. 2002.

PASSOS, Maria H. Entrevista com Daniel Kahneman. *Revista Bovespa*, v. 87, p. 4-9, 2003.

PEREIRA, Júlio Cesar R. *Análise de dados qualitativos: estratégias metodológicas para as Ciências da Saúde, Humanas e Sociais*. São Paulo: EDUSP, 2001.

PERSSON, Torsten; TABELLINI, Guido. Designing institutions for monetary stability. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, p. 53-84, 14 dez. 1993.

PICCHETTI, Paulo. A incerteza sobre mensurações econômicas e as decisões de política monetária. *Boletim de Informações da FIPE* n. 292, p. 21-22, jan. 2005.

POLANYI, Michael. *Personal knowledge – towards a post-critical philosophy*. Chicago: The University of Chicago Press, 1957.

POOLE, William. Fed transparency: how, not wheter. *Review*, n. 85, p. 1-8, Nov./Dez., 2003. Disponível em: <<http://research.stlouisfed.org/publications/review/03/11/poole.pdf>>. Acesso em: 15 maio 2004.

_____. *FOMC transparency*, 2004. Disponível em: http://www.stlouisfed.org/news/speeches/2004/10_06_04.html>. Acesso em: 14 nov. 2004.

RESERVE BANK OF NEW ZEALAND. *Central banking in New Zealand*. Wellington: Reserve Bank of New Zealand, jun. 2004. Disponível em <http://www.rbnz.govt.nz/about/central_bankingnz.pdf>. Acesso em: ago. 2004.

_____. *Publication of projections*. Disponível em: <<http://www.rbnz.govt.nz/monpol/review/0095532.html>>. Acesso em: set. 2004.

_____. *Communication of monetary policy decisions*. Disponível em: <<http://www.rbnz.govt.nz/monpol/review/0096657.html>>. Acesso em: set. 2004.

ROGOFF, Kenneth. The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. *Quarterly Journal of Economics*, v. 100, p. 1169-89, nov. 1985.

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, quarto trimestre, 1995. Disponível em: <www.kc.frb.org/publicat/econrev/pdf/4q95role.pdf>. Acesso em: nov. 2003.

ROMER, Christina; ROMER, David H. Institutions for monetary stability. *NBER Working Paper*, n. 5557, maio 1996. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w5557.pdf>>. Acesso em: jun. 2002.

ROMER, David H. *Advanced macroeconomics*. 2. ed. New York: McGraw-Hill, 2001, cap. 10, p. 468-529.

ROSS, Kevin. Market predictability of ECB monetary policy decisions: a comparative examination. *IMF Working Paper*, n. 02/233, dez. 2002. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=16227.0>>. Acesso em: 20 fev. 2003.

SEVERIN, Werner J.; TANKARD JR., James W. *Communication theories: origin, methods and uses in the mass media*. 5. ed. Nova York: Addison Wesley Longman, Inc., 2001.

SHILLER, Robert J. The term structure of interest rates. In: FRIEDMAN, B.; HAHN, F. (Eds.). *The Handbook of Monetary Economics*. Nova York: North-Holland, 1990. p. 627-722, v. 1.

_____. *Exuberância irracional*. São Paulo: Makron Books, 2000.

SICILIA, David B.; CRUIKSHANK, Jeffrey L. *O efeito Greenspan*. São Paulo: Makron Books, 2000.

SICSÚ, João. Reputação dos dirigentes do Banco Central e credibilidade da política monetária. In: LIMA, G. T.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. de. (Orgs.). *Macroeconomia Moderna – Keynes e a Economia Contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, 1999. p. 284-305.

SOLA, Lourdes; KUGELMAS, Eduardo; WHITEHEAD, Laurence. Democratização, Estado e autoridade monetária num mundo globalizado – qual o lugar da política democrática? In: SOLA, L.; KUGELMAS, E.; WHITEHEAD, L. (Orgs.). *Banco Central, autoridade política e democratização* – um equilíbrio delicado. Rio de Janeiro: Editora da FGV, 2002. p. 7-35.

SVENSSON, Lars E. O. Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets. *European Economic Review*, v. 41, p. 1111- 46, 1997.

TABAK, Benjamim Miranda. Monetary policy surprises and the Brazilian term structure of interest rates. *Banco Central do Brasil Working Paper Series*, n.70, 2003. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/default.asp#2003>>. Acesso em: 18 fev. 2004.

TAINER, Evelina M. *Using economic indicators to improve investment analysis*. Nova York: John Wiley & Sons, Inc., 1993, cap. 1, p. 1-23.

TRENHOLM, Sarah. *Thinking through communication: an introduction to the study of human communication*. Needham Heights: Allyn and Bacon, 1995.

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.

WINKLER, Bernhard. Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making. *European Central Bank Working Paper* 26, ago. 2000. Disponível em: <<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp026.pdf>>. Acesso em: 11 jun. 2002.

WOODFORD, Michael. *Monetary policy in the information economy*, 2001. Disponível em: <<http://www.princeton.edu/~woodford/>>. Acesso em: 9 jun.2003.

APÊNDICE I – PESQUISA DE CAMPO: QUESTIONÁRIO

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
INSTITUTO DE PESQUISAS ECONÔMICAS**

PESQUISA DE CAMPO – QUESTIONÁRIO

O questionário que você está recebendo faz parte da coleta de informações prevista pela dissertação de mestrado desenvolvida pelo mestrando Robson Rodrigues Pereira em nossa instituição, sob orientação do Professor Doutor Gilberto Tadeu Lima e financiamento da Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (FAPESP). O tema de sua dissertação é “Comunicação em Política Monetária”, aqui entendida como toda a interação na qual o Banco Central, através de suas publicações e declarações de seus diretores, disponibiliza informações aos agentes econômicos, sinaliza intenções futuras e coordena expectativas.

Este é um tema relevante para você, profissional do mercado financeiro. Por isso, este questionário deve ser percebido como uma oportunidade de você expressar sua opinião e também de ter acesso, caso deseje, aos resultados desta pesquisa, que está sendo realizada com representantes das principais instituições financeiras do País.

Este questionário não tem como objetivo obter quaisquer informações consideradas estratégicas e sim o de levantar indícios para uma avaliação analítica das percepções em torno da comunicação do Banco Central do Brasil (BCB). Por isso, temos o compromisso de manter sua identidade e a de sua instituição em absoluto sigilo.

A maior parte das questões exige como resposta a atribuição de um número, cujo significado será explicitado em cada bloco de perguntas. Apenas uma questão é dissertativa (vide questão 3.7). O tempo estimado para responder às 21 questões aqui contidas é de apenas 15 a 20 minutos e, por esse motivo, pedimos a máxima atenção às respostas, em nome do rigor acadêmico e de uma correta avaliação dos resultados.

Agradecemos imensamente a sua participação, cuja contribuição é de fundamental importância para esta pesquisa.

I. CARACTERÍSTICAS DO RESPONDENTE E DA INSTITUIÇÃO/ÁREA DE ATUAÇÃO

1.1. Natureza da área de atuação:

() Tesouraria de banco

() Administradora ou gestora de recursos de terceiros

() Consultoria econômica

() Outra. Especificar: _____

1.2. Origem da instituição (sede da matriz):

() Brasileira

() Estrangeira

1.3. Porte da instituição (em termos de volume financeiro movimentado, se banco ou gestora de recursos, ou de carteira de clientes, se consultoria):

() Pequeno

() Médio

() Grande

1.4. Função exercida:

() Estrategista

() Economista-chefe

() Economista

() Gestor ou administrador de fundos

() Tesoureiro

() Operador de mesa

() Outra. Especificar: _____

1.5. Tempo de experiência no mercado financeiro:

() Mais de 15 anos

() Entre 10 e 15 anos

() Entre 5 e 10 anos

() Menos de 5 anos

1.6. Formação acadêmica (mais de uma alternativa é permitida):

Graduação

a) () Economia

b) () Administração

c) () Engenharia

d) () Outra

Pós-Graduação

e) () Especialização

f) () Mestrado profissionalizante

g) () Mestrado acadêmico

h) () Doutorado

TODAS AS QUESTÕES ABAIXO SE REFEREM AO PERÍODO POSTERIOR À ADOÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL.

II. MERCADOS FINANCEIROS: PERFORMANCE, FONTES DE INFORMAÇÃO E A COMUNICAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

INSTRUÇÃO 1: NAS QUESTÕES 2.1. A 2.3, ESTABELEÇA O SEGUINTE CRITÉRIO PARA AS RESPOSTAS: UM RANK PARA DEFINIR A IMPORTÂNCIA DE CADA ITEM. DESSA FORMA, (1) DEVE INDICAR O ITEM MAIS IMPORTANTE, (2) INDICARÁ O SEGUNDO MAIS IMPORTANTE E ASSIM POR DIANTE.

2.1. Performance dos mercados. Cada um dos fatores abaixo relacionados afeta a performance do mercado financeiro, isoladamente e em conjunto. Qual é a ordem de importância de cada um deles, **isoladamente**, no curto prazo? Considere os dois seguintes cenários:

Calmaria no cenário internacional

- () Aspectos político-institucionais do País
- () Política fiscal do País
- () Política monetária do País
- () Conjuntura econômica internacional
- () Outro. Especificar:

Turbulências no cenário internacional

- () Aspectos político-institucionais do País
- () Política fiscal do País
- () Política monetária do País
- () Conjuntura econômica internacional
- () Outro. Especificar:

2.2. Fonte de informações. Qual é a ordem de importância, para sua tomada de decisões ou elaboração de cenários, das seguintes fontes de informações?

- () *Homepages* de fontes oficiais (BCB, Tesouro Nacional, IBGE etc.)
- () Agências de notícias em tempo real (Bloomberg, Reuters, Agência Estado etc.)
- () Jornais diários ou canais de notícias (TV)
- () Contatos pessoais em outras instituições do mercado
- () Contatos pessoais em instituições oficiais
- () Consultorias de economia e política
- () Analistas de outras instituições financeiras
- () Analistas de outras áreas da instituição em que você trabalha
- () Movimentação em massa de outros agentes do mercado

() Outra fonte. Especificar: _____

2.3. Características informacionais. Uma informação utilizada para tomada de decisões ou elaboração de cenários deve conter algumas características específicas, algumas das quais são relacionadas abaixo. Na sua opinião, qual é a ordem de importância de cada uma das seguintes características de uma informação?

- () Apresentar elevada velocidade de transmissão
- () Apresentar elevado potencial de influência sobre o mercado
- () Ser emitida a partir de fonte que você considera confiável
- () Ser percebida por você como uma informação acurada
- () Apresentar elevado grau de clareza
- () Disponibilidade pública (para todo o mercado)
- () Disponibilidade privada (apenas para você)
- () Outra característica informacional. Especificar: _____

INSTRUÇÃO 2: EM CADA UMA DAS AFIRMATIVAS DAS QUESTÕES 2.4 A 2.6, UTILIZE A SEGUINTE ESCALA DE RESPOSTAS: [1] MUITO IMPORTANTE; [2] IMPORTANTE; [3] MENOS IMPORTANTE E [4] NÃO IMPORTANTE.

2.4. Características relevantes em política monetária. Cada uma das características abaixo relacionadas refere-se aos bancos centrais. Na sua opinião, os bancos centrais devem:

- a) Praticar ações consistentes com a política fiscal do país [_____]
- b) Divulgar grande quantidade de informações [_____]
- c) Divulgar informações suficientemente claras para quem as recebe [_____]
- d) Praticar ações compatíveis com metas e objetivos divulgados [_____]
- e) Ter diretores com boa reputação e capacidade técnica [_____]
- f) Ter elevado grau de autonomia em relação às esferas políticas [_____]
- g) Apresentar bons resultados no combate à inflação [_____]
- h) Outra característica. Especificar e atribuir grau de importância:
_____ [_____]

2.5. Racionalidade da comunicação. Cada um dos itens abaixo relacionados representa um argumento em favor da necessidade do BCB se comunicar com os mercados. Na sua avaliação, qual é o grau de importância desses argumentos?

- a) Obtenção de maior grau de credibilidade [_____]
- b) Prestação de contas à sociedade [_____]
- c) Divulgação de objetivos e metas numéricas [_____]
- d) Informação de decisões [_____]
- e) Explicações dos fatores condicionantes das decisões tomadas pelo BCB [_____]
- f) Sinalização de intenções acerca de decisões futuras de juros [_____]
- g) Coordenação de expectativas de inflação [_____]
- h) Outro argumento. Especificar e atribuir valor: _____
[_____]

2.6. Conteúdo informacional. Através de publicações e declarações de seus diretores, o BCB procura transmitir determinado conteúdo informacional ao público. Qual é o grau de importância que você atribui, em sua tomada de decisões ou elaboração de cenários, a cada uma das seguintes informações transmitidas pelo BCB?

- a) Projeções numéricas [_____]
- b) Percepções sobre o estado futuro da economia [_____]
- c) Percepções e indicadores sobre o estado atual da economia [_____]
- d) Explicações acerca das decisões tomadas pelo Copom [_____]
- e) Expectativas de mercado (Relatório de Mercado) [_____]
- f) Informações sobre o nível de reservas internacionais [_____]
- g) Informações sobre sua própria atuação no mercado cambial [_____]
- h) Outro conteúdo informacional. Especificar e atribuir valor: _____ [_____]

III. AVALIAÇÃO DA COMUNICAÇÃO DO BCB

INSTRUÇÃO 3: AS RESPOSTAS DAS QUESTÕES 3.1 E 3.2 SEGUEM O MESMO PADRÃO UTILIZADO ANTERIORMENTE. ENTRETANTO, OS SIGNIFICADOS SÃO: [1] CONCORDO PLENAMENTE; [2] CONCORDO; [3] DISCORDO E [4] DISCORDO PLENAMENTE. PARA RESPONDER À QUESTÃO 3.2, TOME COMO BASE OS ITENS DA QUESTÃO 3.1.

3.1. Quando se comunicar. É mais necessário que o BCB se comunique com os mercados, fornecendo-lhes informações sobre suas ações e percepções, em situações:

- a) De choques externos ou de alta volatilidade [_____]
- b) Nas quais as expectativas de inflação futura do mercado se elevam [_____]
- c) Imediatamente anteriores a uma reunião do Copom [_____]

- d) Imediatamente posteriores a uma reunião do Copom [_____]
- e) Em que as decisões do BCB contrariam as expectativas dos mercados [_____]
- f) Nas quais autoridades políticas fazem declarações sobre o comportamento futuro da taxa básica de juros [_____]
- g) De descumprimento de metas de inflação [_____]
- h) De divulgação de projeções próprias [_____]
- i) De aquecimento da economia doméstica [_____]
- j) De queda na popularidade do Presidente da República ou em momentos eleitorais [_____]
- k) Outro momento. Especificar e atribuir valor: _____
[_____]

3.2. Melhores e piores. Com base na questão 3.1, quais são as três situações em que a comunicação do BCB é melhor? E as três em que é pior? Cite pelo menos duas.

Melhor: _____; _____; _____

Pior: _____; _____; _____

3.3. Reação à comunicação inadequada. Uma comunicação inadequada por parte do BCB pode causar certas consequências aos mercados financeiros. Qual é o seu grau de concordância em relação às consequências listadas abaixo?

- a) Maior busca por informações e análises privadas, para contrabalançar as informações e análises do BCB [_____]
- b) Perda de credibilidade do BCB aos olhos dos participantes do mercado [_____]
- c) Intensificação de cautela na tomada de decisões dos mercados financeiros [_____]
- d) Maior grau de incertezas [_____]
- e) Maior volatilidade financeira [_____]
- f) Desvio das expectativas de inflação do mercado em relação à meta [_____]
- g) Precificação incorreta de ativos [_____]
- h) Redução da capacidade de projeção dos juros [_____]
- i) Maior espaço para surgimento de rumores e boatos [_____]
- j) Maiores custos de processamento de informações [_____]
- k) Outra consequência. Especificar e atribuir valor: _____
_____ [_____]

INSTRUÇÃO 4: NAS QUESTÕES 3.4 A 3.6, CONSIDERE TODO O CONJUNTO DE CANAIS DE COMUNICAÇÃO DO BCB COM OS MERCADOS (PUBLICAÇÕES, DECLARAÇÕES DE DIRETORES, ENTREVISTAS ETC.). UTILIZE COMO RESPOSTA NÚMEROS INTEIROS ENTRE ZERO E DEZ. QUANTO MAIS ALTO O NÚMERO, MELHOR A NOTA PARA O ITEM AVALIADO.

3.4. Comunicação e percepção dos mercados. Ao ter acesso ao conjunto de canais de comunicação do BCB, qual é a imagem que você tem sobre cada um dos aspectos relacionados abaixo?

	Imagem de que o BCB	Avaliação
a)	Possui uma equipe com elevado grau de expertise.	
b)	Tem comprometimento com a estabilidade de preços.	
c)	Tem preocupações com a flutuação do nível de produto/atividade.	
d)	Tem preocupações com a volatilidade dos mercados.	
e)	Tem autonomia em relação às esferas políticas de poder.	
f)	É comprometido com transparência.	
g)	Toma decisões coerentes com sinalização previamente emitida aos mercados.	
h)	Está constantemente atento aos fatores que mais colocam em risco o cumprimento de seus objetivos.	
i)	Adotou as práticas mais modernas de gestão da política monetária.	

3.5. Avaliação da forma como o BCB se comunica. Avalie os aspectos relacionados abaixo, cada um dos quais referentes à forma como o BCB se comunica com os mercados.

	Aspecto	Avaliação
a)	Qualidade (em termos de utilidade para sua tomada de decisões) da informação disponibilizada.	
b)	Clareza das informações transmitidas.	
c)	Periodicidade das publicações.	
d)	Facilidade de acesso à <i>homepage</i> do BCB.	
e)	Coerência entre as mensagens transmitidas através dos diversos canais de comunicação.	
f)	Encadeamento (seqüência lógica) entre as diversas edições da Ata do Copom ou do Relatório de Inflação.	
g)	Encadeamento (seqüência lógica) entre as declarações e pronunciamentos de diretores do BCB.	
h)	Espaço para que os mercados opinem sobre a política comunicacional do BCB.	

3.6. Avaliação da informação transmitida pelo BCB. Sob os critérios de quantidade disponibilizada, clareza das mensagens transmitidas e importância para sua tomada de decisões ou elaboração de cenários, avalie cada uma das informações relacionadas abaixo, cada uma das quais transmitida pelo BCB em sua comunicação com o público em geral e, em especial, com os mercados.

	Informação sobre	Quantidade	Clareza	Importância
a)	Objetivos de curto prazo			
b)	Informações sobre o estado corrente da economia			
c)	Conjuntura internacional			
d)	Indicadores utilizados para acompanhamento do estado da economia			
e)	Modelo(s) utilizado(s) para balizar as decisões do Copom (especificação econométrica, valores de parâmetros etc.)			
f)	Discussões internas entre os membros votantes do Copom			
g)	Impacto das decisões do Copom sobre os níveis de preço e atividade			
h)	Incertezas e riscos associados às decisões tomadas			
i)	Probabilidades de cenários ou projeções			
j)	Intenções futuras de política monetária			
k)	Motivos pelos quais cenários/projeções anteriores do BCB não se confirmaram			
l)	Motivos pelos quais as decisões do Copom se desviaram das expectativas do mercado			

INSTRUÇÃO 5: A QUESTÃO 3.7 É A ÚNICA DISSERTATIVA DESTE QUESTIONÁRIO. PEDIMOS, MAIS UMA VEZ, ATENÇÃO MÁXIMA NA RESPOSTA, DADA A RELEVÂNCIA DO TEMA E A OBTENÇÃO DE ELEMENTOS PARA UMA AVALIAÇÃO POSTERIOR.

3.7. Problemas comunicacionais. Em sua opinião, existe (ou já existiu, desde a implementação do Regime de Metas de Inflação) alguma informação que você acredita que o BCB detém e cuja divulgação seria benéfica para ambas as partes (os objetivos de política monetária e os mercados), mas que não é comunicada ou que poderia ser comunicada melhor? Que informação é essa e por que isso ocorre?

3.8. Evolução ao longo do tempo. Avalie a evolução da comunicação do BCB com os mercados nos últimos 24 meses, sob os aspectos abaixo relacionados. Para cada item, escolha uma das alternativas:

- a) Quantidade de informações disponibilizadas: Melhorou___ Piorou___ Estável___ Não sei___
- b) Clareza com que tais informações são transmitidas: Melhorou___ Piorou___ Estável___ Não sei___
- c) Qualidade das informações transmitidas: Melhorou___ Piorou___ Estável___ Não sei___

3.9. Resultados do questionário. Você deseja receber as estatísticas agregadas deste questionário, por e-mail?

- () Sim
- () Não

APÊNDICE II – TABELAS COM COMPILAÇÃO DOS RESULTADOS DA PESQUISA DE CAMPO

Tabela A1: dados da questão 2.1

	1	%	2	%	3	%	4	%	5	%	Total	%
Aspectos político-institucionais do País												
(A)	13	30.2	12	27.9	6	14.0	10	23.3	2.0	4.7	43	100.0
(B)	3	7.0	15	34.9	9	20.9	14	32.6	2	4.7	43	100.0
Política fiscal do País												
(A)	6	14.3	7	16.7	23	54.8	6	14.3	0.0	0.0	42	100.0
(B)	4	9.3	14	32.6	13	30.2	11	25.6	1	2.3	43	100.0
Política monetária do País												
(A)	11	26.2	17	40.5	8	19.0	6	14.3	0.0	0.0	42	100.0
(B)	3	7.0	11	25.6	15	34.9	12	27.9	2	4.7	43	100.0
Conjuntura econômica internacional												
(A)	16	37.2	7	16.3	3	7.0	17	39.5	0.0	0.0	43	100.0
(B)	35	81.4	1	2.3	4	9.3	1	2.3	2	4.7	43	100.0
Outro												
(A)	0	0.0	1	16.7	0	0.0	0	0.0	5.0	83.3	6	100.0
(B)	0	0.0	1	16.7	1	16.7	0	0.0	4	66.7	6	100.0

(A) Calmaria no cenário internacional e (B) Turbulências no cenário internacional

Fonte: primária (questão 2.1).

Tabela A2: dados da questão 2.2

	1	%	2	%	3	%	4	%	5	%	6	%	7	%	8	%	9	%	10	%	Total	%
<i>Homepages</i> de fontes oficiais	11	26,2	6	14,3	2	4,8	3	7,1	3	7,1	4	9,5	3	7,1	5	11,9	5	11,9	0	0,0	42	100,0
Agências de notícias em tempo real	19	44,2	9	20,9	2	4,7	4	9,3	3	7,0	1	2,3	1	2,3	3	7,0	0	0,0	1	2,3	43	100,0
Jornais diários ou canais de notícias	3	7,1	10	23,8	8	19,0	2	4,8	5	11,9	3	7,1	6	14,3	2	4,8	3	7,1	0	0,0	42	100,0
Contatos pessoais em outras instituições do mercado	1	2,5	6	15,0	8	20,0	5	12,5	7	17,5	7	17,5	4	10,0	2	5,0	0	0,0	0	0,0	40	100,0
Contatos pessoais em instituições oficiais	1	2,5	0	0,0	3	7,5	4	10,0	5	12,5	4	10,0	5	12,5	10	25,0	6	15,0	2	5,0	40	100,0
Consultorias de economia e política	6	15,0	6	15,0	8	20,0	8	20,0	5	12,5	3	7,5	3	7,5	0	0,0	1	2,5	0	0,0	40	100,0
Analistas de outras instituições financeiras	1	2,5	3	7,5	4	10,0	5	12,5	9	22,5	6	15,0	5	12,5	4	10,0	2	5,0	1	2,5	40	100,0
Analistas de outras áreas da instituição em que você trabalha	1	2,5	3	7,5	6	15,0	9	22,5	4	10,0	6	15,0	3	7,5	4	10,0	4	10,0	0	0,0	40	100,0
Movimentação em massa de outros agentes do mercado	1	2,6	3	7,7	1	2,6	4	10,3	1	2,6	3	7,7	6	15,4	4	10,3	13	33,3	3	7,7	39	100,0
Outra fonte	1	10,0	2	20,0	2	20,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	5	50,0	10	100,0

Fonte: Primária

Tabela A3: dados da questão 2.3

	1	%	2	%	3	%	4	%	5	%	6	%	7	%	8	%	Total	%
Apresentar elevada velocidade de transmissão	4	9,5	3	7,1	8	19,0	8	19,0	11	26,2	7	16,7	1	2,4	0	0,0	42	100,0
Apresentar elevado potencial de influência sobre o mercado	17	41,5	5	12,2	7	17,1	8	19,5	3	7,3	0	0,0	1	2,4	0	0,0	41	100,0
Ser emitida a partir de fonte que você considera confiável	20	46,5	12	27,9	4	9,3	3	7,0	3	7,0	0	0,0	0	0,0	1	2,3	43	100,0
Ser percebida por você como uma informação acurada	3	7,0	17	39,5	11	25,6	7	16,3	3	7,0	2	4,7	0	0,0	0	0,0	43	100,0
Apresentar elevado grau de clareza	2	5,0	3	7,5	8	20,0	9	22,5	12	30,0	3	7,5	3	7,5	0	0,0	40	100,0
Disponibilidade pública	1	2,5	1	2,5	1	2,5	5	12,5	5	12,5	21	52,5	6	15,0	0	0,0	40	100,0
Disponibilidade privada	1	2,6	2	5,1	3	7,7	3	7,7	1	2,6	3	7,7	24	61,5	2	5,1	39	100,0
Outra característica informacional	2	28,6	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	5	71,4	7	100,0

Fonte: Primária

Tabela A4: dados da questão 3.6

	MÉDIAS			DESVIO PADRÃO		
	Quantidade	Clareza	Importância	Quantidade	Clareza	Importância
Objetivos de curto prazo	6,59	6,41	7,67	2,00	1,87	2,04
Informações sobre o estado corrente da economia	6,97	6,95	7,59	1,72	1,65	2,15
Conjuntura internacional	5,51	5,82	6,92	1,96	1,85	2,22
Indicadores utilizados para acompanhamento do estado da economia	6,82	6,54	7,67	1,76	1,85	2,12
Modelo(s) utilizado(s) para balizar as decisões do Copom	5,90	5,05	7,49	2,21	2,26	2,11
Discussões internas entre os membros votantes do Copom	4,23	3,92	6,62	2,72	2,63	2,65
Impacto das decisões do Copom sobre os níveis de preço e atividade	6,44	6,08	7,97	1,92	2,11	1,71
Incertezas e riscos associados às decisões tomadas	5,79	5,69	7,54	1,67	1,94	1,83
Probabilidades de cenários ou projeções	6,05	6,13	6,92	1,41	1,81	2,11
Intenções futuras de política monetária	5,77	5,64	7,69	1,75	1,95	2,15
Motivos pelos quais cenários/projeções anteriores do BCB não se confirmaram	5,54	5,59	7,08	2,20	2,23	1,98
Motivos pelos quais as decisões do Copom se desviaram das expectativas do mercado	4,95	4,72	7,36	2,49	2,69	2,37

Fonte: primária (questão 3.6).

APÊNDICE III – REPRODUÇÃO DAS RESPOSTAS À QUESTÃO ABERTA DO QUESTIONÁRIO

3.7. Problemas comunicacionais. Em sua opinião, existe (ou já existiu, desde a implementação do Regime de Metas de Inflação) alguma informação que você acredita que o BCB detém e cuja divulgação seria benéfica para ambas as partes (os objetivos de política monetária e os mercados), mas que não é comunicada ou que poderia ser comunicada melhor? Que informação é essa e por que isso ocorre?

OBS.: Algumas correções ortográficas foram feitas nas respostas abaixo reproduzidas.

Resposta 1:

O BC tem informações mais atualizadas sobre o estado conjuntural da economia e da inflação e poderia divulgá-las de forma mais metódica e transparente até para evitar confusões do mercado no tratamento dos números, qualitativamente deficientes no Brasil. Essa deficiência poderia ser contornada pelo BC em conjunto com os órgãos estatísticos.

Resposta 2:

Acredito que o Banco Central divulga a maior parte das informações relevantes para o regime de metas de inflação. O BC poderia deixar mais claro os parâmetros do seu modelo, em específico os relacionados à expectativa futura de inflação.

Resposta 3:

Não me ocorre nada.

Resposta 4:

O Banco Central poderia atualizar seus estudos sobre repasse cambial, repasse entre IPA *versus* IPC e hiato do produto com determinada periodicidade e citá-los, pelo menos, a cada Relatório de Inflação. No mesmo sentido, apresentar os principais coeficientes das equações

do Modelo de Metas Inflacionárias como é feito, por exemplo, pelo Banco Central da Nova Zelândia.

Resposta 5:

Informação sobre o que o BACEN acha da curva de juros como um todo e seus efeitos sobre a economia. Essa discussão está em foco hoje, mas sempre foi muito relevante. O BC opera, e deve continuar assim na minha opinião, o juro curto, mas gostaria que ele emitisse opinião sobre o resto da curva.

Resposta 6:

Coeficientes do modelo.

Resposta 7:

Não.

Resposta 8:

Não. Não acredito que haja alguma informação obstruída pelo BC. Mas acredito que as declarações da autoridade monetária, principalmente via Ata, têm que ser as mais objetivas e claras possíveis, o que não tem ocorrido nos últimos documentos publicados e que faz com que o mercado responda de forma inversa ao desejado.

Resposta 9:

Acredito que o modelo de metas para inflação, utilizado pelo Banco Central no cálculo de suas projeções, poderia ser anunciado explicitamente. O mercado já reproduziu o modelo, mas a divulgação oficial pelo BC seria bem recebida. As projeções de inflação calculadas pela autoridade monetária também poderiam ser divulgadas mensalmente e não só trimestralmente, como é feito hoje em dia.

Resposta 10:

Acredito que as notas imprensas [notas à imprensa?] poderiam ser melhoradas, tornando-se mais didáticas e mais diretas, já que às vezes fica bastante complicado entender e reconciliar as informações obtidas nos diversos quadros.

Resposta 11:

Não acredito.

Resposta 12:

Uma informação relevante seria a série de expectativas de inflação utilizada para o modelo, mas antes da implementação do FOCUS, por exemplo, desde 1995. Outra informação, mas essa eu acho que até o Banco Central tem dúvidas, é com relação ao produto pote [produto potencial?] **(o resto da resposta foi perdido).**

Resposta 13:

Acredito que o BCB poderia mostrar ao mercado qual como é o modelo que utiliza para a projeção de inflação. Tornaria a informação mais disponível para todos, pois atualmente apenas uma pequena parcela das instituições tenta replicar o modelo de projeção.

Resposta 14:

O BC poderia divulgar mensalmente, talvez nas atas, as projeções de inflação sob diferentes cenários, o que é normalmente citado apenas nos relatórios trimestrais.

Resposta 15:

Não. Acho que o BC emite todas as informações que são relevantes. Acho que ajudaria se informasse qualitativamente, em cada ata, a projeção de inflação que trabalha, como o faz no relatório de inflação.

Resposta 16:

Todos os modelos de suporte que o Banco Central divulga não possuem todas as estatísticas que permitam a sua reprodução. É de extrema importância que o Banco Central divulgue tais estatísticas de modo que os agentes econômicos possam entender melhor a sol **(o resto da resposta foi perdido)**.

Resposta 17:

Não existe clareza em como o BCB construiu/modelou o sistema de metas. A sensação de que existe uma caixa preta aumenta o ruído entre o BCB e o mercado. Aumentar a transparência sobre os inputs que a Autoridade Monetária utiliza, como são processados e co **(o resto da resposta foi perdido)**.

Resposta 18:

Acho que o BCB falha ao se pronunciar em reuniões com pequenos grupos de analistas/economistas, bem como, deveria se instituir um período de blackout antes e depois do COPOM, sem que houvesse nenhuma declaração sobre política monetária por parte dos integ [parte dos integrantes do Copom?] **(o resto da resposta foi perdido)**.

Resposta 19:

Não.

Resposta 20:

O BC poderia divulgar qual a sua projeção de inflação para o próximo ano em todas atas do COPOM, e não somente nos relatórios trimestrais. Assim, o mercado saberia exatamente como o BC deverá conduzir sua política monetária. Falta clareza nesse tipo de co [tipo de comunicação?] **(o resto da resposta foi perdido)**.

Resposta 21:

Sei lá porque ocorre, porém o BC deveria ser claro e rápido quando frustra a expectativa do mercado, ou quando toma decisões estapafúrdias como foi a compra de dólares no começo de 2004.

Resposta 22:

Considero que a divulgação, por parte do BCB, do modelo de projeção do IPCA, seria bem vista pelo mercado. Infelizmente algumas variáveis que compõem este modelo não são de conhecimento público.

Resposta 23:

Não.

ANEXO – PESQUISA DO FMI

Please mark the appropriate response with an X or the corresponding number

A. Views on the IRP

	yes	no	Don't Know
1. The Central Bank clearly communicates its policy objectives	203	34	19
2. The investor relations office (IRO) is a good source of information on Central Bank policies	228	9	19
3. Are you aware of regular calendars for			
Macroeconomic and Public Debt Data?	182	57	17
Central Bank's operation announcements?	156	69	31

B. Information Provided through the Investor Relations Office

1. During last year, in 2003, did you consult the authorities' website, even one time?	9	no	237	yes	
if YES in 2003, how many times did you consult the website?	71,3				
in 2003, how many times did you consult	2,6				
the Market Readout Reports?	25,9				
the Open Market Operations Weekly Report?	20,4				
the Inflation Report?	10				
the Financial Stability Report?	6,9				
the Macroeconomic and Public Debt Data?	21,4				

	Very Poor	Poor	Good	Very Good	Excellent	Don't Know
1. In your view, how timely is the information provided?	0	4	87	112	40	13
2. How do you find the disclosure on central bank's policy?	2	19	99	90	29	17
3. How good is the information provided by the IRO	0	0	26	28	7	195
in the Market Readout Reports?	0	7	79	102	47	21
in the Open Market Operations Weekly Report?	0	6	78	94	27	51
in the Inflation Report?	0	8	71	95	52	30
in the Financial Stability Report?	0	10	61	67	23	95
in the Macroeconomic and Public Debt Data?	0	7	64	103	41	41
4. Overall opinion about the press releases?	2	10	103	96	21	24
5. How adequate is the information provided by the IRO?	0	3	101	106	29	17
6. How useful do you find the IRO during						
normal market conditions?	1	4	93	103	42	13
stressful market conditions?	1	39	91	72	29	24
7. For a country seeking to issue a new bond among difficult circumstances in international financial markets, how relevant do you view the following elements?						
	Not at all	Somewhat	Moderately	Very	Extremely	Don't Know
(i) Timely statistical publications on main macroeconomic variables	1	4	25	100	109	17
(ii) A detailed economic program explaining the sequencing of policies	1	2	29	86	123	15
(iii) Projections on gross financing requirement for the year ahead	0	6	23	87	124	16
(iv) Detailed debt issuance plan	1	10	27	84	117	17

7. Suggestions for improvement:

C. Websites

1. During 2004, have you visited the IRO website?	45	no	191	yes		
	Very Poor	Poor	Good	Very Good	Excellent	Don't Know
	1	2	3	4	5	
If Yes, how useful did you find the topics posted?	0	2	64	100	26	64
how easily do you find the information posted?	0	16	81	73	19	67
3. Suggestions for improvement:						

D. Availability of the Investor Relations Office (IRO)

1. Have you ever contacted the IRO, even one time?	158	no	89	yes		
2. During last year, in 2003, how many times did you contact the IRO?	3,3	times				
	Very Poor	Poor	Good	Very Good	Excellent	Don't Know
3. How do you value the availability of the IRO						
To answer questions?	0	8	39	29	0	180
To give guidance?	0	12	37	26	0	181
4. Suggestions for improvement:						

Name (optional)		
	yes	no
1. Are you part of an institution?	198	58
Or are you a private retail investor?	39	217
2. Are you located in Brasil?	205	51
If not, are you in the U.S.A.?	21	235
In Europe?	17	239

Thanks for taking the time to complete this questionnaire.