

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A COMUNICAÇÃO DO BANCO CENTRAL AUMENTA SUA  
PREVISIBILIDADE? UMA ANÁLISE ATRAVÉS DAS ATAS DO  
COPOM.

Fernanda Gomes da Costa Lima

No. de matrícula: 0114643

Orientador: Ilan Goldfajn

Junho de 2006

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A COMUNICAÇÃO DO BANCO CENTRAL AUMENTA SUA  
PREVISIBILIDADE? UMA ANÁLISE ATRAVÉS DAS ATAS DO  
COPOM.

Fernanda Gomes da Costa Lima

No. de matrícula: 0114643

Orientador: Ilan Goldfajn

Junho de 2006

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

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.

## Sumário

1. Introdução	5
2 A comunicação dos bancos centrais	7
2.1 As razões para transparência	7
3 O Banco Central do Brasil e o regime de metas de inflação	9
3.1 Introdução	9
3.2 Contexto	9
3.2 Características gerais	11
3.3 Os instrumentos de comunicação do BCB no regime de metas de inflação	13
4. Dados, metodologia e resultados empíricos	15
4.1 Construção das variáveis do modelo	16
4.2 Metodologia	22
4.3 Resultados Empíricos	23
4.3.1 Avaliando a previsibilidade 30 dias antes do Copom	23
4.3.2 Avaliando a previsibilidade 1 dia antes do Copom	27
5 Conclusão	29
6. Referências Bibliográficas	31
Anexo I	33
Anexo II	35

## 1. Introdução

As formas pelas quais os bancos centrais se comunicam com a sociedade sofreram profundas transformações nos últimos anos. Os bancos centrais cada vez mais se afastam do obscurantismo e se aproximam de práticas mais transparentes de comunicação. Dois fenômenos impulsionaram esse processo: a maior independência dada às autoridades monetárias e a mudança no pensamento sobre como se deve conduzir a política monetária. A transparência surge como contrapartida à independência e como característica essencial de uma política monetária eficiente, com ação mais rápida sobre a economia e com menor *trade-off* entre inflação e atividade do curto-prazo.

No Brasil, a situação não é diferente. Com a adoção do modelo de metas de inflação em junho de 1999, a transparência passou a ser fundamental. A conquista de credibilidade pela autoridade monetária, dificultada pelo histórico brasileiro de instituições fracas, possui a boa comunicação como um aliado indispensável. A divulgação das atas das reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom), que decide a política monetária a ser seguida, e a publicação do Relatório de Inflação, que avalia de forma trimestral os desempenhos do sistema de metas de inflação, mostram o esforço do Banco Central em melhor se comunicar com a sociedade.

Esse estudo se dedica a avaliar a qualidade da comunicação do Banco Central do Brasil durante o regime de metas de inflação. Em particular, deseja-se investigar a hipótese de que a boa comunicação durante esse período aumentou a previsibilidade das decisões da autoridade monetária sobre a taxa básica de juros. O interesse especial é na comunicação através das atas do Copom, já que são um instrumento freqüente, que contém informações sobre como o Banco Central avalia o desenvolvimento da economia e sobre como ele pretende conduzir a política monetária no curto prazo. Assim, será investigada a ligação entre a maior previsibilidade das decisões do Copom e o conteúdo informacional contido nas atas.

Para isso, foi criado um modelo que analisa os determinantes da previsibilidade das decisões do Copom, quando ela é avaliada trinta dias e um dia antes de cada

decisão. Como proxy para o conteúdo informacional da ata, é utilizada variação na expectativa de mercado para a taxa básica de juros na semana de divulgação da ata, já que esta variação reflete a mudança nas expectativas causada pela divulgação do documento. É mostrado que, quando se avalia a previsibilidade trinta dias antes do Copom, a última ata disponível aumenta a previsibilidade da decisão. Porém, quando a previsibilidade é avaliada no dia anterior à decisão do Copom, a penúltima ata disponível em relação a este dia é responsável pela maior capacidade preditiva; a última ata não contém informação superior.

O trabalho está organizado da seguinte forma: na seção 2 são expostas as justificativas para uma busca por maior transparência na política monetária. Em seguida, a seção 3 apresenta o processo de adoção e as características do regime de metas de inflação no Brasil, inclusive a estrutura de comunicação do Banco Central do Brasil. A seção 4 descreve os dados e a metodologia do trabalho, bem como os resultados obtidos. A seção 5 conclui o trabalho.

## **2**

### **A comunicação dos bancos centrais**

#### **2.1**

##### **As razões para transparência**

A transparência na comunicação dos bancos centrais tem recebido cada vez maior atenção, tanto na literatura acadêmica quanto na prática, pelos próprios bancos centrais. A busca por melhor comunicação é resultado de desenvolvimentos recentes no ambiente institucional onde a política monetária se desenvolve e da visão atual sobre o papel central das expectativas dos agentes na para a eficiência da política monetária.

A defesa da transparência na comunicação dos bancos centrais se apóia primeiramente na maior independência que eles conquistaram nos últimos anos. Sejam eles legalmente independentes ou não, na prática eles possuem hoje liberdade de escolher os instrumentos de política monetária, e alguns também têm a liberdade de escolher seus objetivos, como o nível de inflação desejado e, para bancos centrais com duplo mandato, o nível de crescimento econômico. Como sua autoridade é delegada, ao invés de conquistada democraticamente, os bancos centrais devem oferecer como retorno aos representantes eleitos da sociedade e à sociedade como um todo explicações e justificativas sobre seus atos. Em troca da sua maior independência e autoridade, os bancos centrais devem à sociedade prestação de contas sobre suas ações.

A defesa da transparência nas ações dos bancos centrais também é apoiada em justificativas econômicas. A primeira delas é que, no curto prazo, uma comunicação mais transparente aumenta a previsibilidade das decisões de política monetária, o que permite ajustes mais suaves da economia às decisões e reduz a volatilidade dos mercados financeiros.

A segunda motivação econômica para a maior transparência é proveniente da ligação entre política monetária e a determinação de preços e salários. É razoável supor que bancos centrais mais transparentes conquistem maior credibilidade. A maior transparência sobre objetivos e estratégias leva os agentes a acreditarem que o banco central irá cumprir seu mandato, mantendo a inflação em níveis baixos. Desta forma, as expectativas de inflação ficam bem-ancoradas e os agentes adotam um comportamento

*forward-looking* na fixação de preços e salários, ou seja, ajustam-os de acordo com suas expectativas de inflação, e não de acordo com a inflação passada. Esses dois fatores aumentam a eficiência da política monetária, pois reduzem o *trade-off* entre inflação e atividade econômica no curto prazo, e possibilitam que o banco central seja mais flexível ao lidar com flutuações nos níveis de emprego e produto.

Em terceiro, tem-se que a perda de credibilidade que um banco central tem ao decidir mudar o curso de sua política tende a ser menor quando este se comunica de forma transparente com a sociedade. Quando o público tem maior conhecimento sobre os objetivos do banco central e sobre as bases sobre as quais se apóiam as decisões de política monetária, é muito provável que ele antecipe a mudança de política, ou, se não antecipar, compreenda as razões do banco central. Portanto, a perda de credibilidade é menor do que a de um banco central que não tem como prática a transparência em sua comunicação.

Por fim, deve-se lembrar que a política monetária afeta a economia através de canais indiretos – a taxa básica de juros, instrumento principal sob controle direto do banco central, exerce pouca influência direta nas decisões de consumo e investimento. O que é de fato relevante para estas decisões são as taxas de juros de longo prazo, a taxa de câmbio e o preço de outros ativos, variáveis estas cujos preços são formados pelas expectativas dos agentes econômicos.

Quando o banco central transmite aos mercados seus objetivos, sua visão sobre o desenvolvimento da economia e a provável evolução da política monetária de forma clara, essa informação é incorporada na expectativa dos agentes e, portanto, nas variáveis econômicas. Ou seja, é através de sua influência sobre as expectativas de mercado que a autoridade monetária consegue agir sobre o conjunto de variáveis que afeta a demanda agregada.

Portanto, quanto maior for a transparência na comunicação do banco central, mais eficiente e precisa será a política monetária, e menor será a incerteza dos agentes econômicos. Em primeiro lugar, as expectativas do mercado passam a ficar alinhadas com a própria visão do banco central sobre o curso da economia, influenciando a demanda agregada na direção desejada pelo banco central. Em segundo lugar, os mercados precificam os ativos de forma mais eficiente, pois seu conjunto de informação é maior.

### **3**

## **O Banco Central do Brasil e o regime de metas de inflação**

### **3.1**

#### **Introdução**

O sucesso do regime de metas de inflação reside, em grande parte, na construção de credibilidade: os agentes privados devem acreditar que o banco central se compromete com o cumprimento da meta de inflação. No Brasil, que possui um histórico de instituições fracas e sujeito a choques que, mesmo com uma resposta forte da autoridade monetária, levam a um desvio da inflação em relação à meta, conquistar credibilidade é significativamente difícil. Porém, esta tarefa é facilitada com boas práticas de comunicação.

A adoção do sistema de metas de inflação em 1999 marca o início da busca do Banco Central do Brasil por maior transparência na condução da política monetária. Esta seção apresenta o contexto da adoção do novo sistema, suas principais características e os principais instrumentos de comunicação do Banco Central do Brasil a partir de então.

### **3.2**

#### **Contexto**

O período de 1994 a 1999 foi de intensas mudanças na economia brasileira. O processo de estabilização econômica, iniciado em julho de 1994, conseguiu vencer os altos níveis de inflação existentes até então, trazendo a inflação anual a valores de apenas um dígito. A redução da inflação não foi a única mudança promovida, já que no mesmo período se buscou maior abertura comercial (através da eliminação de tarifas e barreiras não tarifárias), a redução do tamanho do setor público na economia (através de privatizações de empresas estatais atuantes em diversos setores) e o fortalecimento do setor bancário.

Porém, a necessária reforma fiscal ficou pendente, tornando o Brasil suscetível a crises de confiança. As políticas monetária e cambial eram dominadas pela deterioração

fiscal. A má performance fiscal pressionava a taxa de juros para cima, promovendo apreciação da taxa de câmbio<sup>1</sup>, que era combatida através de intervenções e restrições seletivas à entrada de capital. Com a moratória da Rússia e o conseqüente período de desestabilização no setor financeiro internacional, a crise de confiança se tornou realidade, com uma enorme fuga de capitais dos mercados emergentes. No Brasil, o aumento na taxa de juros, o anúncio de um aperto fiscal e o empréstimo preventivo de 41,5 bilhões de dólares junto ao FMI não foram suficientes para restaurar a confiança dos mercados. Com as reservas internacionais pressionadas, o Banco Central do Brasil foi forçado a abandonar o *crawling peg*, e, após uma tentativa frustrada de realizar uma desvalorização controlada, o real passou a flutuar.

Com o colapso do regime de câmbio fixo e a adoção de um regime de câmbio flutuante, era necessária uma âncora nominal para a política monetária. Mais que isso, era preciso prevenir que a alta da inflação seguinte à desvalorização se transformasse em um processo inflacionário. Por promover maior transparência e guiar as expectativas de inflação, o sistema de metas de inflação foi julgado o mais adequado para promover a estabilização econômica sob o novo regime cambial.

Em seu trabalho preparatório para a adoção do sistema de metas, o Banco Central do Brasil (BCB) buscou o debate com outros bancos centrais e autoridades internacionais sobre a experiência com este sistema<sup>2</sup>. Deste debate, surgiu o consenso de que objetivo central da política monetária é a manutenção inflação em níveis baixos e estáveis no longo prazo, e que o regime de metas é adequado para atingir esse objetivo. Em especial, o sistema de metas estabelece uma âncora para a política monetária e para as expectativas de inflação, fornece maior transparência à política monetária, facilitando sua comunicação e compreensão, e provê uma orientação efetiva para a política monetária, ao focalizar a atenção dos *policy-makers* nas conseqüências de longo-prazo de suas ações no curto-prazo.

Também foram identificados os requisitos operacionais necessários para a adoção do regime de metas. Entre eles, estavam a definição da meta de inflação, a seleção do índice de preços no qual a meta será avaliada, a escolha do intervalo de tolerância (banda, teto ou ponto), a existência de cláusulas de escape (caso a meta não seja

---

<sup>1</sup> A política cambial consistia em uma desvalorização nominal do de 7,5% ao ano do real em relação ao dólar americano

<sup>2</sup> *Seminar on Inflation Targeting*. Rio de Janeiro, de 3 a 5 de maio de 1999.

cumprida), a velocidade de convergência para a inflação desejada no longo-prazo (que se define no tradeoff entre gradualismo e rápida convergência), a criação de modelos de previsão de inflação e o acompanhamento das previsões e expectativas do setor privado como complemento aos modelos criados pelo Banco Central.

### **3.2** **Características gerais**

Em 21 de junho de 1999, o Decreto nº 3088 do Presidente do Brasil estabeleceu que a política monetária seguiria o sistema de metas para inflação e listou as principais diretrizes do novo sistema. As metas de inflação são representadas pela variação anual de índices de preço de ampla divulgação e são acompanhadas por um intervalo de tolerância. Ambos são fixados pelo Conselho Monetário Nacional<sup>3</sup> (CMN) sob proposta do Ministro da Fazenda, até o fim do primeiro semestre do segundo ano anterior à vigência da meta. O Artigo 2º do Decreto é especialmente relevante, já que estabelece que o mandato do Banco Central do Brasil é “executar as políticas necessárias para cumprimento das metas fixadas”, ou seja, o objetivo do Banco Central é a manutenção da estabilidade de preços. No caso de descumprimento da meta, o BCB deve divulgar publicamente suas causas, em carta aberta ao Ministro da Fazenda. A carta deve conter o detalhamento das razões do descumprimento, as medidas tomadas para que a inflação volte para a meta e o prazo esperado para que tais medidas tenham efeito. Por fim, o decreto estabelece que até o fim de cada trimestre civil, o BCB deve publicar o Relatório de Inflação. O objetivo do Relatório é avaliar o sucesso do regime de forma mais extensa e detalhada, assim como os resultados das decisões passadas de política monetária e a avaliação prospectiva da inflação.

Uma semana depois, em 30 de junho de 1999, o CMN publicou uma Resolução<sup>4</sup> em que definia qual o índice de preços que representaria a meta, bem como as metas e intervalos de tolerância para 1999, 2000 e 2001. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), sob responsabilidade do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

---

<sup>3</sup> O CMN é constituído pelo Ministro de Estado da Fazenda (Presidente), pelo Ministro de Estado do Planejamento e Orçamento e pelo Presidente do Banco Central do Brasil (Bacen).

<sup>4</sup> Resolução nº 2615.

(IBGE), foi o índice de preços escolhido<sup>5</sup>, e as metas foram fixadas em 8% para 1999, 6% para 2000 e 4% para 2001, com  $\pm 2\%$  de intervalo de confiança a cada ano. A adoção de metas de inflação decrescentes é explicada visão sobre a natureza da inflação do Brasil na época. Como não havia a presença de um processo inflacionário, mas sim de um choque, decorrente da desvalorização cambial, que forçou uma mudança nos preços relativos, uma estratégia de desinflação gradualista não era recomendável.

O principal instrumento de política monetária disponível ao BCB é a taxa de juros, mais especificamente, a taxa de juros no mercado interbancário (conhecida como taxa Selic). Através de mudanças no nível desta taxa de juros é que o BCB é capaz de influenciar as outras taxas de juros da economia e o preço de outros ativos. O Comitê de Política Monetária (Copom)<sup>6</sup>, cujo objetivo é o cumprimento das metas de inflação estabelecidas pelo CMN, é o responsável pela definição da meta da taxa Selic, que vigora por todo o período entre as reuniões ordinárias do Copom. Se achar necessário, o Comitê também pode definir o viés, que é a prerrogativa dada ao presidente do Banco Central para alterar, na direção do viés, a meta para a taxa Selic a qualquer momento entre as reuniões ordinárias.

Até o início de 2006, o Copom se reunia em intervalos mensais regulares; a partir desse ano<sup>7</sup>, a frequência das reuniões foi reduzida para oito vezes ao ano. As decisões são feitas com base em uma votação decidida por maioria simples (em que o Presidente do BCB tem direito a voto decisório em caso de desempate), e são imediatamente comunicadas ao público, acompanhadas de uma breve explicação (*statement*) dos motivos nos quais se baseiam a decisão tomada e o balanço de votos. Até o início de 2000, a ata de cada reunião, que fornece um pequeno resumo das discussões no Copom, era publicada duas semanas após a decisão do Comitê. A partir de então, passou a ser divulgada em até uma semana após a decisão (em inglês, as atas estão disponíveis um dia após sua publicação em português).

As datas das reuniões do Copom de inflação, as decisões e as datas de publicação das atas a partir da adoção do regime de metas até janeiro de 2006 estão listadas no Anexo1.

---

<sup>5</sup> Por cobrir nove áreas metropolitanas (Rio de Janeiro, São Paulo, Porto Alegre, Beho Horizonte, Recife, Belém, Fortaleza, Salvador e Curitiba), mais a cidade de Curitiba e o Distrito Federal, e famílias com renda entre 1 e 40 salários mínimos, é considerado o mais amplo índice de preços ao consumidor.

<sup>6</sup> São membros do Copom o Presidente e os Diretores do Banco Central do Brasil.

<sup>7</sup> Circular nº 3.297, de 31 de outubro de 2005.

### 3.3

#### Os instrumentos de comunicação do BCB no regime de metas de inflação

A adoção do sistema de metas representou no Brasil um esforço para fortalecer a credibilidade da autoridade monetária como comprometida com a estabilidade de preços. Para a construção de credibilidade, transparência e boa comunicação são essenciais. A política monetária ganha eficiência quando acompanhada de boas práticas de comunicação.

O BCB, atento a esses benefícios, buscou desde o início da implementação do novo regime maior transparência na política e maior comunicação com o público. Neste sentido, podem ser destacadas: a divulgação das decisões do Copom (*statement*), acompanhada pelos votos do Comitê, a publicação das atas das reuniões do Copom e a publicação do Relatório de Inflação<sup>8</sup>.

As decisões do Copom são acompanhadas de uma breve explicação dos motivos que levaram a decisão, do balanço de votos no Comitê, e, em alguns casos, algum sinal sobre as próximas decisões de política monetária. O balanço de votos também funciona, em alguns casos, como sinalização sobre o curso da política monetária no curto-prazo. Um passo para maior transparência seria disponibilizar os *statements* das decisões passadas na página eletrônica do BCB, já que isto permitiria aos agentes privados a comparação da linguagem do Comitê frente às decisões tomadas e aos cenários macroeconômicos.

Uma semana após a decisão do Copom, é publicada a ata da reunião. O objetivo da ata é comunicar o debate interno no Comitê que levou a uma dada decisão sobre a taxa de juros. Assim, a ata apresenta a visão do BCB sobre o curso da economia e as justificativas nas quais se baseiam os votos individuais dos membros do Copom (apesar de não ser informado qual membro possui uma determinada opinião e qual membro votou de determinada forma). Na comparação com bancos centrais de países desenvolvidos<sup>9</sup>, percebe-se que o Banco Central do Brasil é o que mais rapidamente

---

<sup>8</sup> Com exceção dos *statements*, as publicações estão disponíveis na página eletrônica do BCB.

<sup>9</sup> Foram analisados os bancos centrais dos Estados Unidos, da Zona do Euro, do Japão, da Inglaterra, do Canadá, da Suíça e da Nova Zelândia. Dos quatro que divulgam atas das reuniões (excluindo o Banco Central da Nova Zelândia, onde o presidente do banco central é o único responsável pela decisão), os que a divulgam mais cedo são o Banco Inglaterra (13 dias após a decisão) e o Banco da Suécia (de 2 a 4 semanas após a decisão)

publica a ata da reunião. Ainda que se possa discutir que, frente a outros bancos centrais, as discussões presentes nas atas pudessem ser mais profundas, é inegável que a divulgação das atas apenas uma semana após a decisão é um grande avanço em termos de transparência.

A outra publicação relevante é o Relatório de Inflação, publicado com periodicidade trimestral. O Relatório de Inflação engloba três questões diferentes, porém complementares. Ele inclui uma discussão mais profunda sobre a situação econômica, discutindo a evolução do nível de atividade, do nível de preços, das políticas fiscal e creditícia, do desenvolvimento da economia internacional e do setor externo. Também é exposta a visão do comitê sobre a política monetária, já que é explicado como o Comitê avalia o desenvolvimento recente para a economia, bem como os riscos associados ao cenário atual e ao futuro, e indicações sobre o provável curso da política monetária. Por último é apresentada a previsão de inflação, sendo informada a incerteza associada à previsão e as hipóteses em que a previsão se baseia. De modo geral, são apresentadas duas previsões, uma de acordo com o chamado “cenário de referência”, com taxa de juros constante e taxa de câmbio em nível próximo ao vigente quando a projeção é feita, e outra de acordo com o “cenário de mercado”, que utiliza as expectativas de mercado para a evolução da taxa de juros e da taxa de câmbio. O Relatório de Inflação é ainda o veículo que o Banco Central utiliza para expor sua visão sobre questões mais complexas, como por exemplo, o grau de *pass-through* da taxa de câmbio para a inflação e os mecanismos de transmissão da política monetária. Em um estudo que analisa os Relatórios de Inflação feitos por dez bancos centrais que adotam o regime de metas<sup>10</sup>, o publicado pelo Banco Central do Brasil é considerado o terceiro melhor entre os analisados, atrás somente dos publicados pelo Banco da Nova Zelândia e o Banco da Inglaterra (países que, além de desenvolvidos, possuem maior experiência com o regime de metas de inflação).

---

<sup>10</sup> Fracasso, Genberg, Wyplosz(2003);

#### **4. Dados, metodologia e resultados empíricos**

O objetivo principal deste estudo é avaliar a informação sobre o curto prazo contida nas atas das reuniões do Copom, ou seja, avaliar se elas transmitem informações relevantes sobre a economia e sobre o provável curso da política monetária no curto prazo a investidores e outros agentes privados. Em especial, deseja-se testar a hipótese de que o conteúdo das atas aumenta a previsibilidade das decisões de política monetária. A atenção especial dada às atas é consequência de seu papel especial como instrumento de comunicação do Banco Central: elas são os instrumentos formais mais freqüentes através dos quais o Banco Central apresenta sua visão.

Além da comunicação do BCB, representada pela informação contida nas atas, há outros fatores que têm impacto na previsibilidade da política econômica. O primeiro deles é a estabilidade econômica, já que em um ambiente macroeconômico instável, é provável que as decisões de política monetária sejam menos dependentes da informação previamente transmitida pelo banco central. Ou seja, em um ambiente de maior instabilidade macroeconômica, maior é o erro de previsão dos agentes, independente da comunicação do banco central. Outro fator que dificulta a previsibilidade das decisões são as flutuações econômicas de curto prazo. Mesmo em uma economia estável, mudanças em variáveis como o câmbio, a inflação corrente e as expectativas de inflação tornam a decisão de política monetária mais difícil de ser prevista. Dessa forma, os fatores que afetam a previsibilidade da política monetária podem ser divididos em três grupos: a comunicação do Banco Central, a estabilidade macroeconômica e os controles macroeconômicos.

Devido à disponibilidade dos dados e à mudança na periodicidade das reuniões do Copom, o estudo cobre um período menor que o de vigência do regime de metas. A amostra utilizada compreende as 49 reuniões ordinárias do Copom realizadas entre 23 de janeiro de 2002 (a septuagésima sétima reunião) e 18 de janeiro de 2006 (a centésima décima oitava reunião). Neste período, houve dezessete reduções, vinte manutenções e doze aumentos na taxa Selic.

## 4.1 Construção das variáveis do modelo

### - Previsibilidade da política monetária

O primeiro passo é a criação de uma variável que represente a previsibilidade da política monetária. A variável  $surpresa_{(t-i)}$ , definida como a diferença entre a decisão do Copom na data  $t$  e a expectativa de mercado para tal decisão  $i$  dias antes, cumpre esse papel: quando a meta Selic decidida é maior que o esperado, a surpresa é positiva, indicando menor previsibilidade; quando a meta decidida é menor que o esperado, a surpresa é negativa, indicando maior previsibilidade. O referencial para avaliação da previsibilidade da decisão futura também foi levado em conta. Como o interesse do estudo são os efeitos da comunicação no curto prazo, decidiu-se avaliar a previsibilidade das decisões do Copom trinta dias antes e um dia antes das reuniões.

Para avaliar as expectativas do mercado sobre as decisões do Copom, é utilizada a mediana da expectativa de mercado para a Meta Selic vigente depois de cada reunião do Copom. Este dado começou a ser divulgado em novembro de 2001, e é obtido através da Pesquisa de Expectativas de Mercado<sup>11</sup>, realizada pelo Banco Central do Brasil, que acompanha as previsões de cerca de noventa bancos e empresas não-financeiras para diversas variáveis econômicas. A divulgação das instituições com maiores taxas de acerto, feita pelo Banco Central em sua página eletrônica, cria um incentivo para que as instituições que participam da pesquisa informem suas reais expectativas para o valor da Meta Selic. Portanto, acredita-se que não há nenhum tipo de viés nas expectativas informadas pelo mercado.

Analisando a mediana das expectativas de mercado para a Meta Selic com defasagens de um e trinta dias (Figura 1) em relação a cada reunião do Copom, percebe-se que a previsibilidade das decisões aumentou a partir de 2004. Este aumento de previsibilidade pode estar associado a melhor compreensão do regime de metas de inflação, a melhores práticas de comunicação do Banco Central e a maior estabilidade macroeconômica recente.

---

<sup>11</sup> Disponível na página eletrônica do BCB.

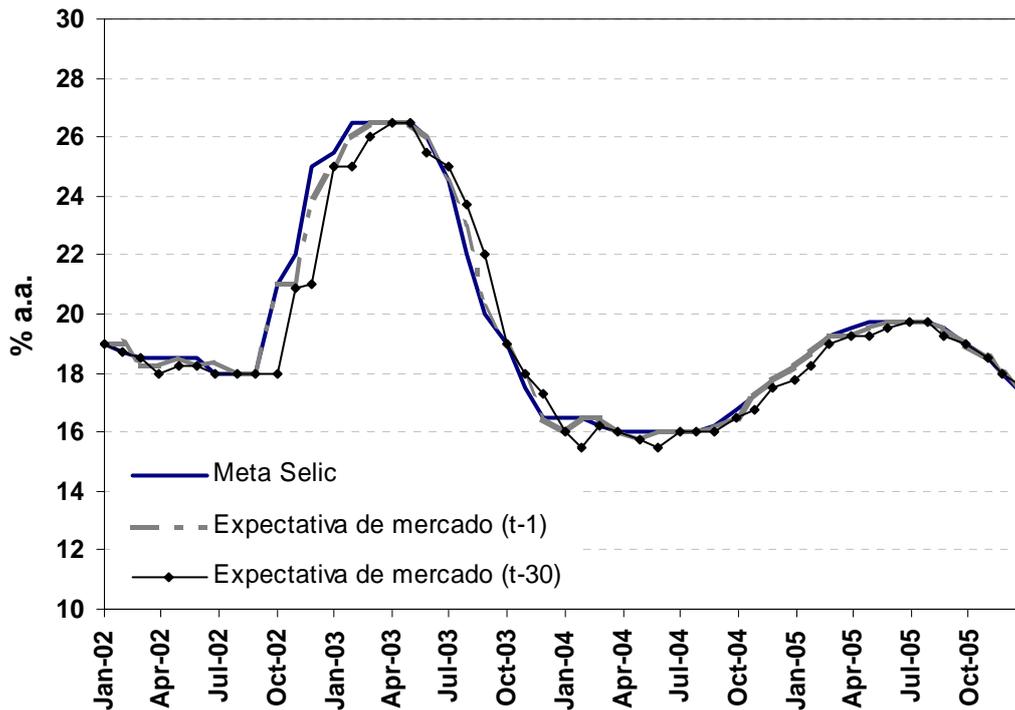


Figura 1 – Meta da taxa SELIC a cada reunião do Copom e expectativa de mercado 1 e 30 dias antes da decisão

Fonte: Banco Central do Brasil

Definindo  $C$  como o dia de divulgação da decisão do Copom e  $E_t(Selicc)$  como a mediana das expectativas de mercado no dia  $t$  para a Selic a ser definida em  $C$ , é possível construir as variáveis  $surpresac-1$  e  $surpresac-30$ , que representam o desvio das projeções da taxa Selic em relação ao decidido pelo Copom, com um e trinta dias de defasagem. Assim, define-se a variável  $surpresa$  tal que:

$$surpresa_{(C-1)} = Selic_C - E_{(C-1)}(Selic_C) \tag{1}$$

$$surpresa_{(C-30)} = Selic_C - E_{(C-30)}(Selic_C) \tag{2}$$

A evolução destas variáveis está apresentada na Figura 2. Pode ser visto que os desvios em relação à Meta Selic trinta dias antes do Copom são maiores que os desvios um dia antes do Copom. Isto indica que, ao longo dos trinta dias que antecedem a decisão de política monetária, o mercado ajusta sua previsão de acordo com a decisão futura do Copom. O aumento da previsibilidade ocorrido a partir de 2004 também é refletido na variável  $surpresa$ , já que, a partir de então, as séries  $surpresa_{(C-1)}$  e  $surpresa_{(C-30)}$  se encontram persistentemente mais próximas de zero.

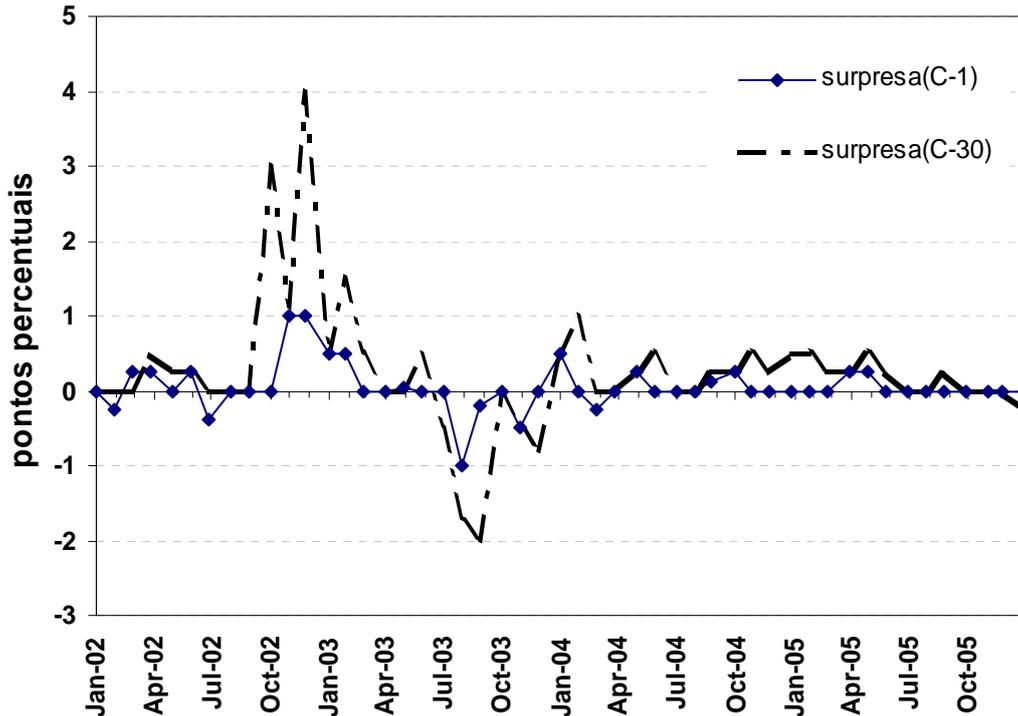


Figura 2 – Surpresa um dia antes do Copom e 30 dias antes do Copom

Fonte: Banco Central do Brasil e calculos próprios

### - Comunicação do Banco Central

A principal dificuldade de se tentar medir o impacto das atas na previsibilidade da política econômica é que quantificar o conteúdo das atas não é um procedimento objetivo, já que dependerá da interpretação de cada leitor. Na tentativa de escapar de julgamentos subjetivos das atas, o foco do estudo será a variação da expectativa de mercado sobre a taxa Selic ao redor dos dias de publicação de ata. A idéia básica por trás dessa metodologia é que, se as atas contém informação relevante, elas terão impacto nas expectativas de mercado, e então, a variação desta variável será maior que ao redor de um dia qualquer.

Definindo  $E_{ata-1}(Selic_C)$  e  $E_{ata+1}(Selic_C)$  como as expectativas para a taxa Selic a ser definida no Copom do dia  $C$  avaliadas, respectivamente, na segunda-feira anterior e na segunda-feira posterior à publicação de uma ata, tem-se que:

$$ata_{(C-30)} = \frac{E_{ata+1}(Selic_C) - E_{ata-1}(Selic_C)}{E_{ata-1}(Selic_C)} * 100 \quad (3)$$

$$ata_{(C-1)} = \frac{E_{ata+1}(Selic_C) - E_{ata-1}(Selic_C)}{E_{ata-1}(Selic_C)} * 100 \quad (4)$$

onde  $ata_{(C-30)}$  representa a última ata anterior ao dia  $C-30$ , e  $ata_{(C-1)}$  representa a última ata anterior a  $C-1$ <sup>12</sup>. O motivo pelo qual a variação das expectativas é avaliada de segunda a segunda é o tempo que os agentes que participam da Pesquisa de Expectativas levam para ajustá-las junto ao Banco Central. Como a cada segunda o Banco Central divulga um relatório com as expectativas de mercado (Relatório de Mercado), julgou-se que o intervalo de uma semana era adequado para avaliar a mudança nas expectativas.

### - Estabilidade Macroeconômica

Como *proxy* para estabilidade econômica, será utilizada a inflação acumulada em doze meses, calculada pelo IPCA. Os valores da inflação de cada mês foram obtidas na página eletrônica do BCB e foram realizados cálculos próprios para se chegar ao valor da inflação acumulada em doze meses. A evolução desta série entre janeiro de 2000 e janeiro de 2006 está apresentada na Figura 3. Na figura, pode-se ver que a série apresenta pouca volatilidade, e indica bem os momentos de instabilidade pelos quais o Brasil passou no período (em especial, a crise de confiança de 2002 e suas conseqüências ao longo do ano de 2003).

Para uma data qualquer  $t$ , a *estabilidade<sub>t</sub>* é definida como o dado mais recente da inflação acumulada em doze meses. Em geral, em um mês qualquer, o dado mais recente sobre a inflação em doze meses disponível é o relativo à inflação acumulada até o mês anterior.

---

<sup>12</sup> Como as reuniões do Copom (e conseqüentemente a divulgação das atas) ocorrem, na amostra, com periodicidade mensal, a última ata anterior ao dia  $C-1$  é a ata imediatamente seguinte à última ata divulgada em  $C-30$ .

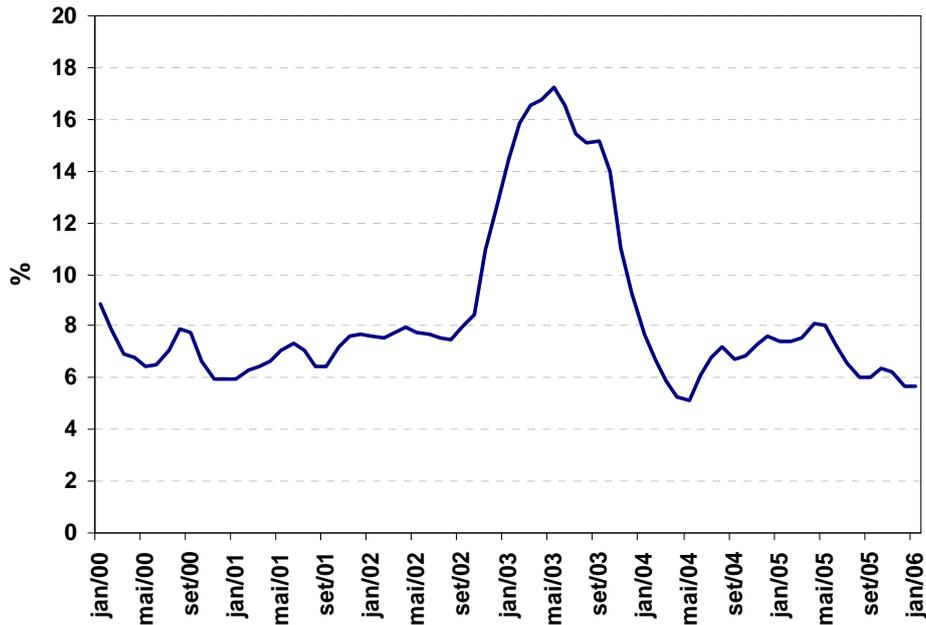


Figura 3 – Inflação acumulada em doze meses, medida pelo IPCA.

Fonte: Banco Central do Brasil e cálculos próprios

### - Controles Macroeconômicos

Os candidatos a controles são o nível da taxa de câmbio, a variação mensal da taxa de câmbio, a inflação corrente, a variação da inflação corrente, a expectativa de inflação nos próximos doze meses e a variação da expectativa de inflação.

A variável  $cambio_t$  é a média da taxas de câmbio diárias nos trinta dias anteriores a  $t$ . Assim,  $cambio_{C-30}$  e  $cambio_{C-1}$  representam a média da taxa de câmbio nos trinta dias anteriores a  $(C-30)$  e a  $(C-1)$ , respectivamente. A variação mensal da taxa de câmbio, definida como  $deltacambio_t$ , é calculada através da variação percentual de  $cambio_t$  e em relação a  $cambio_{t-30}$ . Dessa forma, no trigésimo dia anterior ao Copom, e no primeiro dia anterior ao Copom, tem-se que:

$$deltacambio_{(C-30)} = \frac{cambio_{(C-30)} - cambio_{(C-30)-30}}{cambio_{(C-30)-30}} * 100 \quad (5)$$

$$deltacambio_{(C-1)} = \frac{cambio_{(C-1)} - cambio_{(C-1)-30}}{cambio_{(C-1)-30}} * 100 \quad (6)$$

A taxa de câmbio é definida como unidades de real por unidades de dólar americano, e é obtida no terminal de dados Bloomberg.

A inflação corrente é representada pela variável  $inflação_t$ , e é obtida através da variação percentual do IPCA do mês de  $(t-1)$  em relação ao IPCA do mês anterior (já que em geral, na data  $t$ , o último dado disponível sobre inflação é a inflação do mês anterior). Desta forma, calculam-se as variáveis  $inflação_{(C-30)}$  e  $inflação_{(C-1)}$  :

$$inflação_{(C-30)} = \frac{IPCA_{mes(C-30)-1} - IPCA_{mes(C-30)-2}}{IPCA_{mes(C-30)-2}} * 100 \quad (7)$$

$$inflação_{(C-1)} = \frac{IPCA_{mes(C-1)-1} - IPCA_{mes(C-1)-2}}{IPCA_{mes(C-1)-2}} * 100 \quad (8)$$

A variação da inflação corrente é representada pela variável  $deltainflação_t$ , e é calculada através da variação percentual de  $inflação_t$  em relação a  $inflação_{t-30}$ , de modo que:

$$deltainflação_{(C-30)} = \frac{inflação_{(C-30)} - inflação_{(C-30)-30}}{inflação_{(C-30)-30}} * 100 \quad (9)$$

$$deltainflação_{(C-1)} = \frac{inflação_{(C-1)} - inflação_{(C-1)-30}}{inflação_{(C-1)-30}} * 100 \quad (10)$$

A variável  $E(inflação12M)_t$  é expectativa de inflação para os próximos doze meses na data  $t$ , e é obtida através da Pesquisa de Expectativas de Mercado. Define-se como  $deltaE(inflação12M)_t$  a variação percentual das expectativas de inflação doze meses a frente na data  $t$  em relação a  $t-30$ . Assim, obtém-se as variáveis  $deltaE(inflação12M)_{(C-30)}$  e  $deltaE(inflação12M)_{(C-1)}$  :

$$deltaE(inflação12M)_{(C-30)} = \frac{E(inflação12M)_{(C-30)} - E(inflação12M)_{(C-30)-30}}{E(inflação12M)_{(C-30)-30}} * 100 \quad (11)$$

$$deltaE(inflação12M)_{(C-1)} = \frac{E(inflação12M)_{(C-1)} - E(inflação12M)_{(C-1)-30}}{E(inflação12M)_{(C-1)-30}} * 100 \quad (12)$$

Por último, há necessidade de controles especiais para no caso da avaliação da previsibilidade das decisões do Copom trinta dias antes das reuniões. É possível que o

que faça a previsão dos agentes sobre a decisão do Copom não se concretizar são eventos que ocorrem entre o dia em que a previsão é feita (C-30) e a reunião do Copom (C). Portanto, devem ser levadas em conta mudanças no cenário econômico durante os trinta dias entre a previsão e a decisão do Copom. Para representar essas mudanças são propostas duas variáveis, *cambioCP<sub>C</sub>* e *inflaçãoCP<sub>C</sub>*. Respectivamente, elas representam a média da taxa de câmbio nestes trinta dias e o dado sobre a inflação mensal, medida pelo IPCA, disponibilizado nestes trinta dias.

## 4.2 Metodologia

Para testar a hipótese de que a previsão de mercado sobre a decisão do Copom realizada trinta dias antes da definição do nível de juros é influenciada positivamente pelas informações contidas na última ata disponível, será estimado o seguinte modelo, pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários:

$$\begin{aligned}
 surpresa_{(C-30)} = & \beta_0 + \beta_1 ata_{(C-30)} + \beta_2 estabilidade_{(C-30)} + \beta_3 inflação_{(C-30)} + \\
 & + \beta_4 \Delta inflação_{(C-30)} + \beta_5 cambio_{(C-30)} + \beta_6 \Delta cambio_{(C-30)} + \\
 & + \beta_7 E(inflação12M)_{(C-30)} + \beta_8 \Delta E(inflação12M)_{(C-30)} + \\
 & + \beta_9 inflaçãoCP_C + \beta_{10} cambioCP_C
 \end{aligned} \tag{13}$$

Analisando a evolução da variável *surpresa<sub>(C-30)</sub>* na Figura 1, pode-se ver que, a partir de 2004, a *surpresa* é muito menor. Isto pode ser associado a mudanças macroeconômicas, mas também a um possível aumento de transparência na condução da política monetária. Para avaliar se o aumento da previsibilidade das decisões do Copom a partir de 2004 é explicado por algum efeito que é independente da sinalização dada através das atas e do ambiente macroeconômico, será incluída no modelo (13) uma variável *dummy* que assume valores iguais a um para observações antes de 2004 e valores iguais a zero pra observações após 2004, chamada *pré-2004*.

Para avaliar se as atas contêm informações que aumentam a previsibilidade das decisões do Copom quando esta é avaliada no dia anterior à decisão, será estimado o seguinte modelo, de acordo com o Método dos Mínimos Quadrados:

$$\begin{aligned}
surpresa_{(C-1)} = & \beta_0 + \beta_1 ata_{(C-1)} + \beta_2 ata_{(C-30)} + \beta_3 estabilidade_{(C-1)} + \\
& + \beta_4 inflação_{(C-1)} + \beta_5 \text{delta}inflação_{(C-1)} + \beta_6 cambio_{(C-1)} + \\
& + \beta_7 \text{delta}cambio_{(C-1)} + \beta_8 E(inflação12M)_{(C-1)} + \\
& + \beta_8 \text{delta}E(inflação12M)_{(C-1)}
\end{aligned} \tag{14}$$

Dentro da amostra, as atas são divulgadas com frequência trimestral. Sendo assim, as variáveis  $ata_{(C-1)}$  e  $ata_{(C-30)}$  representam o conteúdo informacional da última e da penúltima ata disponíveis em  $(C-1)$ , respectivamente. O modelo (14), portanto, tem a intenção de avaliar não só o quanto a última data conhecida um dia antes da decisão do Copom influi na previsibilidade um dia antes da decisão, mas também qual o efeito da penúltima ata impacta sobre esta previsibilidade.

A partir de 2004, o nível da variável  $surpresa_{(C-1)}$  também muda para um patamar muito menor. Para avaliar se esta redução pode ser explicada por alguma mudança no cenário econômico ou na condução da política monetária a partir de 2004 que não é captada pelas variáveis já incluídas, a variável *pré-2004* será incluída no modelo (14).

### 4.3 Resultados Empíricos

#### 4.3.1 Avaliando a previsibilidade 30 dias antes do Copom

Foi estimado o modelo (13), que relaciona a surpresa das decisões do Copom com trinta dias de defasagem em relação à reunião do Copom à comunicação do Banco Central do Brasil. Foram estimadas duas especificações: a especificação (I) contém todos os regressores do modelo (13), e a especificação (II) adiciona à (I) a variável *pré-2004*. A Tabela 1 apresenta o resultados.

Na estimação da especificação (I), julgou-se ser possível haver um problema de multicolinearidade. Especificamente, o  $R^2$  da regressão da variável  $E(inflação12M)$  nos outros regressores é 0,9360, o  $R^2$  da regressão de  $cambio$  nos outros regressores é 0,9392 e o  $R^2$  da regressão de  $cambioCP$  nos outros regressores é 0,9092<sup>13</sup>

Estimando regressões de  $E(inflação12M)$  excluindo as outras variáveis explicativas da regressão, chegou-se à conclusão que o problema de multicolinearidade

---

<sup>13</sup> As regressões de  $E(inflação12M)$ ,  $cambio$  e  $cambioCP$  nas outras variáveis estão apresentadas no Anexo II.

nesta variável é essencialmente causado pela variável *estabilidade* e em parte causado por *cambio*<sup>14</sup>. Isto pode ser um indicador de que o mercado possui um comportamento *backward-looking* na formação das expectativas de inflação, já que os movimentos na expectativa de inflação são fortemente explicados pela inflação passada, mesmo controlando por outras variáveis. Também pode indicar que o mercado acredita que a inflação futura é influenciada pela taxa de câmbio. Em relação as variáveis *cambio* e *cambioCP*, através do mesmo procedimento chegou-se à conclusão que o problema de multicolinearidade em cada umas das variáveis é causado essencialmente pela outra<sup>15</sup>, indicando que a média da taxa de câmbio em um dado mês é muito correlacionada à média da taxa no mês anterior (especificamente, o coeficiente de correlação entre as duas variáveis é 0,93). Diante do problema de multicolinearidade, decidiu-se por manter as variáveis e levar em conta, na análise dos coeficientes, as implicações da multicolinearidade.

O primeiro resultado que deve ser ressaltado é que, nas duas especificações apresentadas, a ata é estatisticamente significativa e possui sinal negativo. Isto indica que, como esperado, a informação transmitida pela ata é associada a menores surpresas do mercado em relação à taxa Selic decidida pelo Copom. Porém, a magnitude do seu coeficiente nas duas especificações, próximo a  $-0,1$ , indica que o ajuste na expectativa de mercado causado pelas atas não é associado de forma expressiva a menores surpresas em relação às decisões.

---

<sup>14</sup> O  $R^2$  da regressão de  $E(\text{inflação}12M)$  nas outras variáveis cai de 0,9360 para 0,8820 quando *estabilidade* é excluída da regressão, para 0,9161 quando se exclui *cambio*, e para 0,8096 quando se exclui ambos.

<sup>15</sup> O  $R^2$  da regressão de *cambio* nas outras variáveis cai de 0,9392 para 0,7792 quando *cambioCP* é excluída da regressão, e o  $R^2$  da regressão de *cambioCP* nas outras variáveis cai de 0,9092 para 0,67 quando *cambio* é excluída

Variável Dependente: Surpresa (C-30)

Regressores	Coeficientes e Erros-Padrão	
	I	II
constante	-0,05 (0,76)	0,28 (0,76)
pré-2004		-0,51* (0,28)
ata	-0,16** (0,07)	-0,15** (0,07)
estabilidade	-0,10** (0,04)	-0,01 (0,06)
inflação	0,73** (0,33)	1,08*** (0,38)
deltainflação	-0,79*** (0,27)	-0,97*** (0,28)
cambio	-1,26* (0,73)	-1,79** (0,77)
deltacambio	-0,03 (0,02)	-0,02 (0,02)
E(inflação12M)	0,03 (0,15)	-0,10 (0,16)
deltaE(inflação12M)	0,69*** (0,21)	0,88*** (0,22)
inflaçãoCP	0,23 (0,30)	0,41 (0,31)
cambioCP	1,40** (0,59)	1,78*** (0,61)
R <sup>2</sup>	0,7471	0,7686
R <sup>2</sup> Ajustado	0,6806	0,7000

Notas: Erros-padrão em parênteses, \*, \*\* e \*\*\* indicam que o coeficiente é significativo a um nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Tabela-1: Estimação dos determinantes da variável *surpresa*, com defasagem de 30 dias em relação à decisão do Copom.

As variáveis *inflação*, *deltainflação*, *cambio deltaE(inflação)* e *cambioCP* são estatisticamente significantes nas duas especificações, e seus coeficientes mantêm o mesmo sinal e magnitude semelhante. A significância estatística da expectativa de inflação não pode ser descartada, dado que existe a questão da multicolinearidade. As variáveis *deltacambio* e *inflaçãoCP* não são estatisticamente significantes nas duas especificações.

O sinal dos coeficientes dos controles macroeconômicos estatisticamente significantes permite descobrir como cada um deles afeta a surpresa nas previsões, avaliada com 30 dias de defasagem em relação ao Copom. A surpresa reage de forma positiva a aumentos na inflação corrente, a aumentos na variação das expectativas de inflação doze meses à frente e a aumentos na taxa de câmbio entre o dia em que a surpresa é avaliada e a reunião do Copom, e reage de forma negativa a aumentos na variação da inflação e na taxa de câmbio nos trinta dias anteriores à avaliação da surpresa.

A forma como *cambioCP* afeta a previsibilidade era esperada. Como ela representa eventos que não eram conhecidos no momento em que a previsão sobre a decisão do Copom é feita, é natural que tenha um impacto negativo na previsibilidade. A grande magnitude dos coeficientes dos outros controles macroeconômicos (*inflação*, *deltainflação*, *cambio* e *deltaE(inflação)*) indica que o conhecimento do mercado sobre a ação do Banco Central frente a esses dados é assimétrico. Ou seja, enquanto o mercado consegue prever a reação do BCB frente a aumentos em *deltainflação* e *cambio* e frente a reduções em *inflação* e *deltaE(inflação)*, quando a variação nestas variáveis é no sentido inverso, a previsão do mercado é de pior qualidade. Para aumentar sua previsibilidade, o BCB deveria tentar melhor explicar ao mercado a forma como reage a aumentos na inflação corrente e na variação da expectativa de inflação, e a reduções na taxa de câmbio e na variação da inflação.

A partir do coeficiente estimado para a variável *pré-2004* na especificação (II), conclui-se que, controlando pelo ambiente macroeconômico, pela estabilidade e pela comunicação do BCB através das atas, nos anos 2001, 2002 e 2003 havia menos surpresa em relação às decisões de política monetária do que em 2004 e 2005. Não só a surpresa era menor, como indicado pelo sinal negativo, mas, líquida do efeito das outras variáveis, a surpresa era em média -0,5 pontos percentuais menor antes de 2004. O alto patamar da variável *surpresa* antes de 2004, portanto, é consequência do comportamento das outras variáveis nesse período.

A *estabilidade* é estatisticamente significativa na especificação (I), e seu sinal é de acordo com o esperado: quando a economia passa por um período de maior estabilidade, é mais fácil prever as decisões do Copom. Porém, da mesma forma que a ata, sua influência na previsibilidade é menor que a de outras variáveis explicativas: se a inflação nos doze meses anteriores cai um ponto percentual, a redução na a surpresa é de 0,16 pontos percentuais. Na especificação (II), a *estabilidade* não apresenta

significância estatística. Porém, isto pode ser resultado de um problema de multicolinearidade, já que o  $R^2$  da sua regressão nas outras variáveis explicativas é 0,89<sup>16</sup>. Assim, não é possível concluir o significado da variável *estabilidade na estimação*(II).

#### 4.3.2

##### **Avaliando a previsibilidade 1 dia antes do Copom**

Para avaliar a hipótese de que as atas impactam positivamente a a previsibilidade das decisões do Copom um dia antes da decisão, foi estimado o modelo (14). Os resultados são apresentados na Tabela 2. A especificação (I) contém todos os regressores do modelo (9), e a especificação (II) adiciona à (I) a variável *pré-2004*.

Nas duas estimações, a *estabilidade* é estatisticamente significativa, possui sinal negativo e pequena magnitude. Assim, em períodos de estabilidade a previsibilidade das decisões do Copom é maior.

Dos controles macroeconômicos, apenas a expectativa de inflação em doze meses é significativa nas duas estimações. A variação do câmbio é significativa na segunda estimação; seu valor, no entanto, indica que pouco influencia a surpresa na decisão.

O sinal positivo de  $E(\text{inflação}12M)$  indica que aumentos na expectativa de inflação aumentam a surpresa avaliada um dia antes do Copom. Sua magnitude, grande em relação aos valores que a variável *surpresa* assume, é um indicador de que, um dia antes da decisão, a conhecimento do mercado sobre a reação do Banco Central é assimétrico. Se houve um aumento na expectativa de inflação, o mercado não consegue prever a reação do Banco Central, por outro lado, se as expectativas de inflação diminuíram, a surpresa em relação à decisão diminui.

---

<sup>16</sup>A regressão de *estabilidade* nas outras variáveis está apresentada no Anexo II.

Variável Dependente: Surpresa (C-1)

Regressores	Coeficientes e Erros-Padrão	
	I	II
Constante	0,24 (0,29)	0,18 (0,30)
pré-2004		0,12 (0,11)
última ata	0,00 (0,03)	0,01 (0,03)
penúltima ata	-0,07*** (0,03)	-0,08*** (0,03)
estabilidade	-0,05*** (0,02)	-0,07*** (0,02)
inflação	0,19 (0,13)	0,10 (0,16)
deltainflação	-0,11 (0,10)	-0,06 (0,11)
cambio	-0,22 (0,16)	-0,19 (0,17)
deltacambio	-0,01 (0,01)	-0,02* (0,01)
E(inflação12M)	0,13** (0,06)	0,15*** (0,06)
deltaE(inflação12M)	0,09 (0,09)	0,02 (0,10)
R <sup>2</sup>	0,6935	0,7030
R <sup>2</sup> Ajustado	0,6228	0,6248

Notas: Erros-padrão em parênteses, \*, \*\* e \*\*\* indicam que o coeficiente é significativo a um nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Tabela-2: Estimação dos determinantes da variável *surpresa*, com defasagem de 1 dia em relação à decisão do Copom.

A comunicação do Banco Central através das atas influencia positivamente a previsibilidade das decisões. A influência ocorre apenas através da penúltima ata divulgada, já que é a única que apresenta significância estatística. Uma hipótese para a última ata divulgada antes da decisão do Copom não ser significativa é que ela não apresenta nenhuma informação adicional sobre a decisão em relação à ata imediatamente anterior. Este resultado indica estabilidade nas intenções e decisões do Copom: para uma dada decisão, a indicação sobre política monetária dada na penúltima ata (cerca de 51 dias antes da decisão) se mantém na última ata (cerca de 15 dias antes da decisão) e é confirmada na decisão do Copom.

## 5 Conclusão

A transparência na comunicação é essencial para uma política monetária eficiente. Ela aumenta a credibilidade da autoridade monetária, diminuindo o trade-off entre inflação e atividade no curto prazo, e aumenta a velocidade com que a política monetária afeta a economia. Além desses benefícios, é o retorno que os bancos centrais têm que oferecer à sociedade por sua maior independência.

Com o fim do regime de câmbio fixo no início de 1999, o BCB decidiu adotar o regime de metas de inflação como diretriz para a política monetária. Em geral, para o regime de metas ter o melhor resultado, a credibilidade da autoridade monetária é essencial. Ciente deste fato, agravado pelo ambiente institucional historicamente fraco, o Banco Central buscou desde o início deste regime maior transparência e comunicação.

Um dos aspectos importantes da comunicação é que ela é capaz de aumentar a previsibilidade das decisões de política monetária. Para a política monetária brasileira a partir do sistema de metas, essa hipótese é confirmada. O modelo construído mostrou que comunicação do Banco Central através das atas está associada a maior previsibilidade das decisões de política monetária. Seja avaliando a previsibilidade trinta dias ou um dia antes da decisão do Copom, a penúltima ata disponível na ocasião da decisão contém informações que aumentam a capacidade de previsão do mercado.

Na avaliação da previsibilidade um dia antes da decisão, mostrou-se que a última ata divulgada não contém nenhuma informação além daquelas contidas na penúltima ata que possibilite melhor previsão sobre a decisão do dia seguinte. Isso indica que, para uma dada reunião do Copom, a penúltima ata disponível sinaliza a provável decisão do Banco Central, a ata seguinte apenas confirma os sinais dados anteriormente, e quando chega a reunião, o sinal dado é confirmado pela decisão do BCB. Assim, pode-se dizer que o Banco Central é estável em sua comunicação e em suas decisões.

A estabilidade macroeconômica mostrou ter impacto positivo na previsibilidade, como esperado. Quando a economia passou por períodos mais estáveis, a decisão do BCB foi mais previsível, independente da qualidade da informação fornecida ao mercado.

Junto a esses resultados, que eram esperados, outros resultados interessantes foram encontrados. O primeiro deles é que a previsibilidade, quando avaliada com trinta dias de defasagem em relação às decisões do Copom, era maior nos anos de 2001, 2002 e 2003. Assim, mesmo sendo este o período inicial do regime de metas (quando se poderia supor que o mercado ainda está aprendendo como a autoridade monetária toma suas decisões), o mercado conseguia prever melhor as decisões do Copom. A investigação de quais os fatores que levaram a maior previsibilidade nesse período se coloca como uma seqüência interessante deste trabalho.

Outro resultado inesperado é a forte reação da previsibilidade com defasagem de trinta dias frente a alguns desenvolvimentos macroeconômicos no curto prazo. Frente a mudanças na inflação, na variação da inflação, na taxa de câmbio e na variação da expectativa de inflação, há forte reação da previsibilidade. Para reduzir o forte impacto na previsibilidade, sugere-se que o Banco Central tente comunicar de forma mais clara ao mercado qual sua reação frente a aumentos na inflação corrente e na variação da expectativa de inflação, e a reduções na taxa de câmbio e na variação da inflação.

## 6. Referências Bibliográficas

AMATO, J.D.; MORRIS, S.; SHIN, H.S. **Communication and Monetary Policy**. BIS, working paper no. 123, janeiro 2003.

**BANCO CENTRAL DO BRASIL**. [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)

**BANCO CENTRAL DO BRASIL**. Circular nº 3.297, outubro 2005

**BANCO CENTRAL DO BRASIL**. A previsibilidade das decisões do Copom. **Relatório de Inflação**, março 2006.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Monetary Policy in the Advanced Industrial Economies. **BIS 74<sup>th</sup> Annual Report**, junho 2004.

BERNANKE, B. **The logic of monetary policy**. Dezembro 2004.

BERNANKE, B.; REINHART, V.; SACK, B. **Monetary policy alternatives at the zero bound: an empirical assessment**. Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series, 2004-48, setembro 2004.

BERNANKE, B.; MISHKIN, F. **Inflation targeting: a new framework for monetary policy**. NBER, working paper no. 5893, julho 1997.

BLINDER, A. **Central bank credibility: why do we care? How do we build it?**. NBER, working paper no. 7161, junho 1999.

BLINDER, A.; GOODHART, C.; HILDEBRAND, P.; LIPTON, D.; WYPLOSZ, C. How do central banks talk?. **Geneva Report on the World Economy 3**, Londres: Centre for Economic Policy Research, 2001.

BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A.; WERLANG, S. **Implementing inflation targeting in Brazil**. Banco Central do Brasil, working paper 1, julho 2000?

**CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL.** Resolução nº 2615, junho 1999.

FRACASSO, A.; GENBERG, H.; WYPLOSZ, C. How do Central Banks Write? An Evaluation of Inflation Targeting Central Banks. **Geneva Reports on the World Economy Special Report 2**, maio 2003

FRAGA, A.; GOLDFAJN, I; MINELLA, A. **Inflation targeting in emerging market economies.** Banco Central do Brasil, working paper 76, junho 2003.

FRANCO, G. **The Political Economy of the Brazilian 1994 Stabilization: the role of the exchange rate regime**, outubro 1999. Disponível em <http://www.econ.puc-rio.br/gfrnaco>. Acesso em: junho 2006.

GURKAYNAK, R.; SACK, B.; SWANSON, E. **Do actions speak louder than words? The response of asset prices to monetary policy actions and statements.** Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series, 2004-66, novembro 2004.

IMF. **Brazil--Selected Issues and Statistical Appendix**, setembro 1999.

KOHN, D.; SACK, B. **Central bank talk: does it matter and why?.** Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series, 2003-55, novembro 2003.

**MINISTÉRIO DA FAZENDA.** [www.fazenda.gov.br](http://www.fazenda.gov.br)

**PRESIDENTE DA REPÚBLICA.** Decreto nº 3088, junho 1999.

WINKLER, B. **Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making.** ECB, working paper 26, 2000

## Anexo I

Reunião			Período de vigência	Meta SELIC	Publicação da Ata
nº	data	viés		% a.a.	
116	18/01/06		19/01/2006 - 08/03/2006	17,25	26/01/06
115	14/12/05		15/12/2005 - 18/01/2006	18,00	22/12/05
114	23/11/05		24/11/2005 - 14/12/2005	18,50	01/12/05
113	19/10/05		20/10/2005 - 23/11/2005	19,00	27/10/05
112	14/09/05		15/09/2005 - 19/10/2005	19,50	22/09/05
111	17/08/05		18/08/2005 - 14/09/2005	19,75	25/08/05
110	20/07/05		21/07/2005 - 17/08/2005	19,75	28/07/05
109	15/06/05		16/06/2005 - 20/07/2005	19,75	23/06/05
108	18/05/05		19/05/2005 - 15/06/2005	19,75	26/05/05
107	20/04/05		22/04/2005 - 18/05/2005	19,50	28/04/05
106	16/03/05		17/03/2005 - 21/04/2005	19,25	24/03/05
105	16/02/05		17/02/2005 - 16/03/2005	18,75	24/02/05
104	19/01/05		20/01/2005 - 16/02/2005	18,25	27/01/05
103	15/12/04		16/12/2004 - 19/01/2005	17,75	23/12/04
102	17/11/04		18/11/2004 - 15/12/2004	17,25	25/11/04
101	20/10/04		21/10/2004 - 17/11/2004	16,75	28/10/04
100	15/09/04		16/09/2004 - 20/10/2004	16,25	23/09/04
99	18/08/04		19/08/2004 - 15/09/2004	16,00	26/08/04
98	21/07/04		22/07/2004 - 18/08/2004	16,00	29/07/04
97	16/06/04		17/06/2004 - 21/07/2004	16,00	24/06/04
96	19/05/04		20/05/2004 - 16/06/2004	16,00	27/05/04
95	14/04/04		15/04/2004 - 19/05/2004	16,00	22/04/04
94	17/03/04		18/03/2004 - 14/04/2004	16,25	25/03/04
93	18/02/04		19/02/2004 - 17/03/2004	16,50	26/02/04
92	21/01/04		22/01/2004 - 18/02/2004	16,50	29/01/04
91	17/12/03		18/12/2003 - 21/01/2004	16,50	25/12/03
90	19/11/03		20/11/2003 - 17/12/2003	17,50	27/11/03
89	22/10/03		23/10/2003 - 19/11/2003	19,00	30/10/03
88	17/09/03		18/09/2003 - 22/10/2003	20,00	25/09/03
87	20/08/03		21/08/2003 - 17/09/2003	22,00	28/08/03
86	23/07/03		24/07/2003 - 20/08/2003	24,50	31/07/03
85	18/06/03		19/06/2003 - 23/07/2003	26,00	26/06/03
84	21/05/03		22/05/2003 - 18/06/2003	26,50	29/05/03
83	23/04/03		24/04/2003 - 21/05/2003	26,50	01/05/03
82	19/03/03	alta	20/03/2003 - 23/04/2003	26,50	27/03/03
81	19/02/03		20/02/2003 - 19/03/2003	26,50	26/02/03
80	22/01/03		23/01/2003 - 19/02/2003	25,50	29/01/03

Convenção:

ex. – reunião Extraordinária

baixa - Reunião em que a meta para a Taxa SELIC foi fixada com viés de baixa.

alta - Reunião em que a meta para a Taxa SELIC foi fixada com viés de alta.

Reunião			Período de vigência	Meta SELIC	Publicação da Ata
nº	data	viés		% a.a.	
79	18/12/02		19/12/2002 - 22/01/2003	25,00	26/12/02
78	20/11/02		21/11/2002 - 18/12/2002	22,00	27/11/02
77	23/10/02		24/10/2002 - 20/11/2002	21,00	30/10/02
76 ex.	14/10/02		15/10/2002 - 23/10/2002	21,00	16/10/02
75	18/09/02		19/09/2002 - 14/10/2002	18,00	25/09/02
74	21/08/02	baixa	22/08/2002 - 18/09/2002	18,00	28/08/02
73	17/07/02		18/07/2002 - 21/08/2002	18,00	24/07/02
72	19/06/02	baixa	20/06/2002 - 17/07/2002	18,50	26/06/02
71	22/05/02		23/05/2002 - 19/06/2002	18,50	30/05/02
70	17/04/02		18/04/2002 - 22/05/2002	18,50	25/04/02
69	20/03/02		21/03/2002 - 17/04/2002	18,50	28/03/02
68	20/02/02		21/02/2002 - 20/03/2002	18,75	28/02/02
67	23/01/02		24/01/2002 - 20/02/2002	19,00	31/01/02
66	19/12/01		20/12/2001 - 23/01/2002	19,00	27/12/01
65	21/11/01		22/11/2001 - 19/12/2001	19,00	29/11/01
64	17/10/01		18/10/2001 - 21/11/2001	19,00	25/10/01
63	19/09/01		20/09/2001 - 17/10/2001	19,00	27/09/01
62	22/08/01		23/08/2001 - 19/09/2001	19,00	30/08/01
61	18/07/01		19/07/2001 - 22/08/2001	19,00	26/07/01
60	20/06/01	baixa	21/06/2001 - 18/07/2001	18,25	28/06/01
59	23/05/01		24/05/2001 - 20/06/2001	16,75	31/05/01
58	18/04/01		19/04/2001 - 23/05/2001	16,25	26/04/01
57	21/03/01		22/03/2001 - 18/04/2001	15,75	29/03/01
56	14/02/01		15/02/2001 - 21/03/2001	15,25	22/02/01
55	17/01/01		18/01/2001 - 14/02/2001	15,25	25/01/01
54	20/12/00		21/12/2000 - 17/01/2001	15,75	28/12/00
53	22/11/00		23/11/2000 - 20/12/2000	16,50	30/11/00
52	18/10/00		19/10/2000 - 22/11/2000	16,50	26/10/00
51	20/09/00		21/09/2000 - 18/10/2000	16,50	28/09/00
50	23/08/00		24/08/2000 - 20/09/2000	16,50	31/08/00
49	19/07/00		20/07/2000 - 23/08/2000	16,50	27/07/00
48		uso/baixa	10/07/2000 - 19/07/2000	17,00	
	20/06/00	baixa	21/06/2000 - 07/07/2000	17,50	28/06/00
47	24/05/00		25/05/2000 - 20/06/2000	18,50	01/06/00
46	19/04/00		20/04/2000 - 24/05/2000	18,50	27/04/00
45		uso/baixa			
	22/03/00	baixa	23/03/2000 - 28/03/2000	19,00	30/03/00
44	16/02/00		17/02/2000 - 22/03/2000	19,00	24/02/00
43	19/01/00		20/01/2000 - 16/02/2000	19,00	27/01/00
42	15/12/99		16/12/1999 - 19/01/2000	19,00	30/12/99
41	10/11/99		11/11/1999 - 15/12/1999	19,00	25/11/99
40	06/10/99	baixa	07/10/1999 - 10/11/1999	19,00	21/10/99
39	22/09/99		23/09/1999 - 06/10/1999	19,00	07/10/99
38	01/09/99		02/09/1999 - 22/09/1999	19,50	16/09/99
37	28/07/99		29/07/1999 - 01/09/1999	19,50	12/08/99
36	23/06/99	baixa	24/06/1999 - 28/07/1999	21,00	08/07/99

Tabela 3: Reuniões do Copom, respectivas metas para a taxa Selic e atas.

Convenção:

ex. – reunião Extraordinária

baixa - Reunião em que a meta para a Taxa SELIC foi fixada com viés de baixa.

alta - Reunião em que a meta para a Taxa SELIC foi fixada com viés de alta.

## Anexo II

Regressores	Variáveis Dependentes: Coeficientes e Erros-padrão			
	E(inflação12M)	cambio	cambioCP	estabilidade
constante	-0,61 (0,83)	0,39** (0,15)	0,14 (0,20)	-2,94 (1,96)
pré-2004				3,42*** (0,48)
ata	0,10 (0,07)	0,01 (0,01)	-0,01 (0,02)	-0,43** (0,16)
estabilidade	0,19*** (0,03)	0,00 (0,01)	0,00 (0,01)	
inflação	1,33*** (0,30)	-0,07 (0,07)	0,08 (0,09)	-3,67*** (0,81)
deltainflação	-0,61** (0,28)	0,08 (0,28)	-0,14** (0,07)	1,74** (0,68)
cambio	2,45*** (0,70)		1,05*** (0,10)	3,19 (1,98)
deltacambio	-0,03 (0,02)	0,00 (0,00)	0,01 (0,01)	-0,07 (0,05)
E(inflação12M)		0,10 (0,03)***	-0,07* (0,04)	1,91*** (0,28)
deltaE(inflação12M)	0,41* (0,22)	0,01 (0,05)	0,02 (0,06)	-2,21*** (0,48)
inflaçãoCP	0,78** (0,31)	-0,07 (0,07)	0,10 (0,08)	-2,07*** (0,75)
cambioCP	-1,15* (0,63)	0,69*** (0,07)		-2,3 (1,6)
R <sup>2</sup>	0,9360	0,9392	0,9092	0,8979
R <sup>2</sup> Ajustado	0,9212	0,9252	0,8883	0,8710

Notas: Erros-padrão em parênteses, \*, \*\* e \*\*\* indicam que o coeficiente é significativo a um nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Tabela-4: Estimação dos regressões de  $E(\text{inflação12M})$ ,  $\text{cambio}$ ,  $\text{cambioCP}$ ,  $\text{estabilidade}$  nos outros regressores.