Política monetária e comunicação

Fernanda Nechio

Diretora de Assuntos Internacionais e de Gestão de Riscos Corporativos

Março 2021

Roteiro da apresentação

- Política monetária
 - Objetivos, canais de transmissão, instrumentos
- Comunicação como instrumento de política monetária
 - Evolução histórica recente
 - Literatura acadêmica
 - Forward guidance
- Comunicação na prática
 - Experiência internacional
- A experiência do Banco Central do Brasil e a importância da autonomia
- Conclusão



Política monetária

- Garantir o poder de compra da moeda e outros objetivos
 - Regime de metas de inflação
- Canais de transmissão da política monetária:
 - Decisões de consumo e investimento, preços de ativos financeiros, crédito e expectativas
- Instrumentos convencionais e não-convencionais:
 - Mudanças na taxa básica de juros, comunicação, compra de ativos



Uso de comunicação por bancos centrais

- Transparência:
 - Comunicação de decisões
 - Atas de reuniões, relatórios de inflação, relatórios de estabilidade financeira, notas para a imprensa, apresentações e discursos dos membros do comitê de política monetária
 - Exemplos: basicamente todos os bancos centrais
- Direcionamento de expectativas:
 - Ênfase após crise financeira global
 - Projeções ou indicações sobre movimentos futuros da taxa básica de juros
 - Forward guidance condicionado no tempo ou estado da economia
 - Exemplos: Fed, ECB, BCB



Do mistério à transparência

- Brunner (1981): "Central banking ... thrives on a pervasive impression that [it] ... is an esoteric art. ... The esoteric nature of the art is moreover revealed by an inherent impossibility to articulate its insights in explicit and intelligible words and sentences"
- Blinder (1998): "Greater openness might actually improve the efficiency of monetary policy . . . [because] expectations about future central bank behavior provide the essential link between short rates and long rates."
- Woodford (2001): "... successful monetary policy is **not so much a matter of effective control of overnight interest rates ... as of affecting . . . the evolution of market expectations** . . . transparency is valuable for the effective conduct of monetary policy"
- Bernanke (2010): "Improving the public's understanding of the central bank's policy strategy reduces economic and financial uncertainty ... clarity about goals and strategies can help anchor the public's longer-term inflation expectations ... bolsters the central bank's ability to respond forcefully to adverse shocks."

Breve motivação teórica

1. Taxa de juros longa reflete expectativas de overnight curtas:

$$R_t = \alpha_n + \frac{1}{n} (r_t + r_{t+1}^e + r_{t+2}^e + \dots + r_{t+j}^e + \dots + r_{t+n-1}^e) + e_{1t}$$

2. Demanda agregada depende de juros curto e longo

$$y_t = D(\mathbf{r_t} - \pi_t^e, \mathbf{R_t} - \pi_t^e, \dots) + e_{2t}$$

3. Curva de Phillips

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

4. Regra de política monetária

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

5. Expectativa de taxa de juros

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

 r_t – juros de curto prazo

 R_t – juros de longo prazo

 y_t – produto

 y_t^* – produto potencial

 π_t – inflação

 s_t – sinais do banco central

Forward guidance

- Frases remetendo a ações futuras "considerable period", "vigilance", "... deverá permitir ajuste adicional no grau de estímulo."
- Quantitativo da trajetória esperada de juros (Suécia, Noruega, Nova Zelândia)
- Ação futura condicional no tempo "exceptional low levels of the federal funds rate for an extended period", "at least through mid-2015", ...
- Ação futura condicional no estado

"likely will be appropriate to maintain the current target range for the federal funds rate well past the time that the unemployment rate declines below 6-1/2 percent, especially if projected inflation continues to run below the Committee's 2 percent longer-run goal."

"Para a próxima reunião, a manutenção deste ritmo dependerá..."

"o Copom não antevê reduções no grau de estímulo monetário, a menos que as expectativas de inflação, assim como as projeções de inflação de seu cenário básico, estejam suficientemente próximas da meta de inflação para o horizonte relevante de política monetária, que atualmente inclui o anocalendário de 2021 e, em grau menor, o de 2022. Essa intenção é condicional à manutenção do atual regime fiscal e à ancoragem das expectativas de inflação de longo prazo."

→ Avaliações/projeções condicionais ao conjunto de informação. Não são promessas.



Literatura acadêmica

- Grande espaço para pesquisa:
 - Comunicação sobre o quê? Como comunicar? Há um nível ótimo? Quais os objetivos da comunicação? Efeitos na teoria e na prática? Qual o público alvo?
- Alguns exemplos da literatura:
 - Rules versus discretion: Kydland e Prescott (1977), Woodford (2001, 2003), Blinder (1998)
 - Efeitos de comunicação: Eggertsson and Woodford (2003), Gurkaynak et al. (2005), Carvalho e Nechio (2010), Campbell et al. (2012), Nakamura et al. (2016), Eusepi e Preston (2010), Hansen et al. (2019)
 - Comunicação ótima: Morris e Shin (2002), Blinder (2004), Chahrour (2014), Ehrmann and Fratzscher (2009), Blinder (2004)

Lista não exaustiva!



Evidência empírica e teórica

Table 5. Response of Asset Prices to Target and Path Factors

	One Factor			Two Factors			
	Constant (std. err.)	Target Factor (std. err.)	R^2	$Constant \ (std.\ err.)$	$Target\ Factor\ (std.\ err.)$	Path Factor (std. err.)	R^2
MP Surprise	-0.021*** (0.003)	1.000*** (0.047)	.91	-0.021*** (0.003)	1.000*** (0.048)	$0.001 \\ (0.026)$.91
One-Year-Ahead Eurodollar Future	-0.018*** (0.006)	0.555*** (0.076)	.36	$-0.017^{***} (0.001)$	0.551*** (0.017)	$0.551^{***} \ (0.014)$.98
S&P 500	-0.008 (0.041)	-4.283*** (1.083)	.37	-0.008 (0.040)	-4.283*** (1.144)	$-0.966 \\ (0.594)$.40
Two-Year Note	$^{-0.011**}_{(0.005)}$	$0.485^{***} (0.080)$.41	-0.011*** (0.002)	0.482^{***} (0.032)	$0.411^{***} \\ (0.023)$.94
Five-Year Note	$-0.006 \\ (0.005)$	$0.279^{***} (0.078)$.19	-0.006** (0.002)	$0.276^{***} \ (0.044)$	0.369*** (0.035)	.80
Ten-Year Note	$-0.004 \\ (0.004)$	$0.130^{**} (0.059)$.08	$-0.004* \\ (0.002)$	0.128^{***} (0.039)	0.283*** (0.025)	.74
Five-Year Forward Rate Five Years Ahead	0.001 (0.003)	$^{-0.098**}_{(0.049)}$.06	0.001 (0.003)	$^{-0.099**}_{(0.047)}$	$0.157^{***} \\ (0.028)$.34

Gürkaynak et al. (2005)

Table 6. Regressions Estimating Asset Price Responses to Target and Path Factors, August 2007—December 2011^a

Asset	Target factor	Path factor	Adjusted R ²
Treasuries			
2 years to maturity	0.592***	0.716***	0.79
	(0.096)	(0.160)	
5 years to maturity	0.404***	0.898***	0.66
	(0.143)	(0.165)	
10 years to maturity	0.250*	0.877***	0.58
	(0.131)	(0.103)	
Corporate bonds ^b			
Aaa/AAA-rated	0.058	0.631***	0.45
	(0.079)	(0.085)	
Baa/BBB-rated	0.065	0.556***	0.34
	(0.085)	(0.117)	

Campbell et al. (2012)

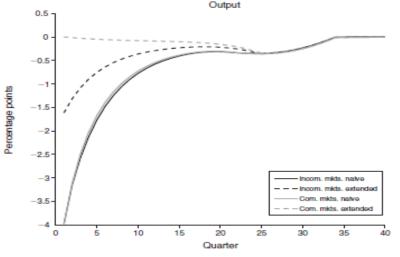


FIGURE 7. RESPONSE OF OUTPUT TO THE ZLB SHOCK

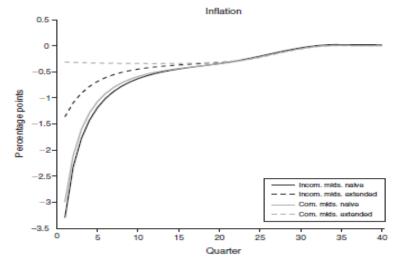


FIGURE 8. RESPONSE OF INFLATION TO THE ZLB SHOCK

Nakamura et al (2016)

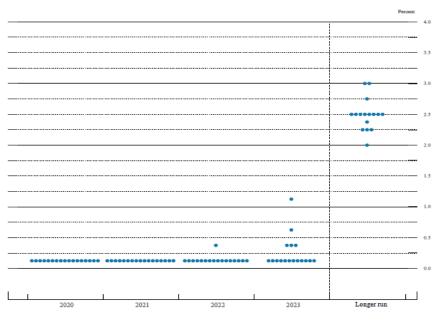
Estados Unidos – Federal Reserve Bank

• Anuncia decisões desde 1994, publica comunicados regularmente desde 1999

"Chairman Alan Greenspan announced today that the Federal Open Market Committee decided to increase slightly the degree of pressure on reserve positions. The action is expected to be associated with a small increase in short-term money market interest rates. The decision was taken to move toward a less accommodative stance in monetary policy in order to sustain and enhance the economic expansion." (Fevereiro 1994)

- Atualmente, há publicação de comunicados, minutas, transcrições, apresentações, discursos, relatórios diversos, projeções, calendário de publicações, dentre outros.
- Forward guidance condicional no tempo e no estado
- "Dot plot": projeção anônima da taxa básica por membros do FOMC

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



Federal Reserve Bank, SEP Dezembro 2020

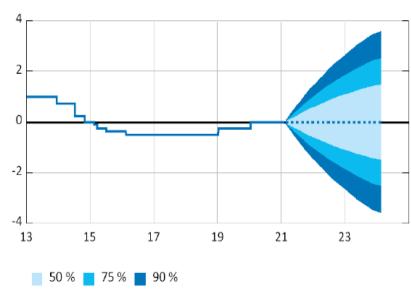


Suécia – Sveriges Riksbank

Projeções de juros e compra de ativos

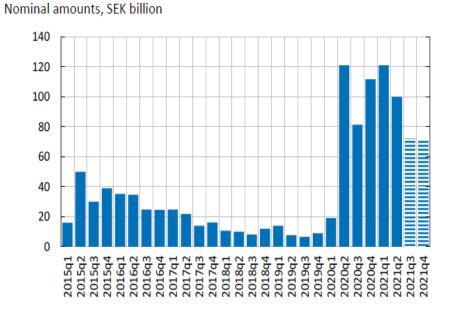
Figure 8. Repo rate with uncertainty bands

Per cent

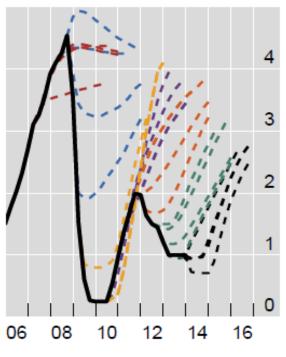


Riksbank, Monetary Policy Report, Fevereiro 2021

Figure 9. The Riksbank's purchase of assets in Swedish kronor



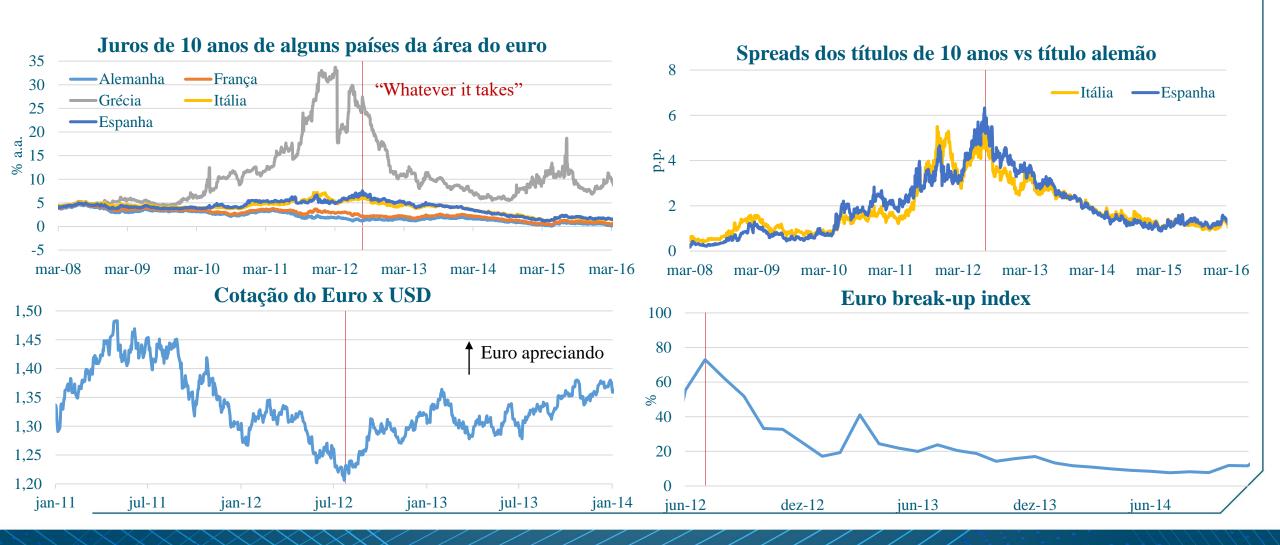
Projeções e taxa realizada



Filardo e Hofmann (2014)

Episódios emblemáticos

"The ECB is ready to do whatever it takes. Believe me, it will be enough" Draghi (2012)



Episódios emblemáticos "Taper Tantrum"

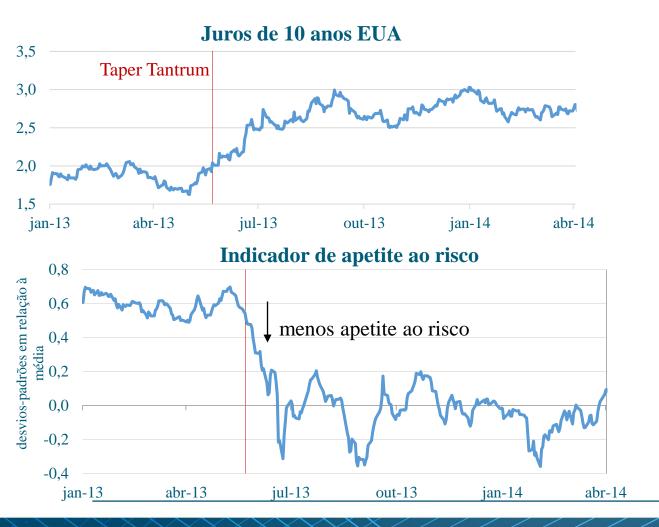


Figure 1 Emerging market bond and equity fund flows

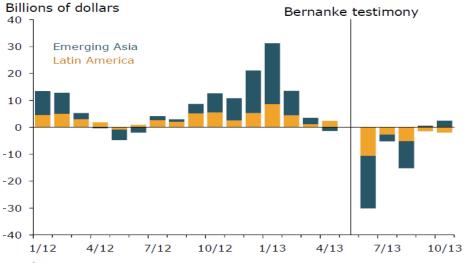
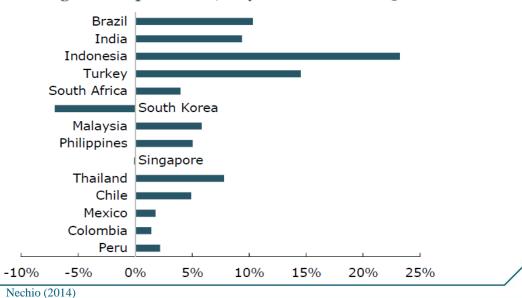


Figure 2
Exchange rate depreciation, May to December 2013



A experiência do Banco Central do Brasil

- Regime de metas para a inflação desde 1999
 - Conselho Monetário Nacional define em junho a meta e intervalo de tolerância 3 anos à frente
 - Metas para os próximos anos: 2021: 3,75%; 2022: 3,50%, 2023: 3,25%
- Em termos gerais, o regime de metas para a inflação envolve:
 - Conhecimento público e prévio da meta para a inflação
 - Autonomia do BCB na adoção das medidas necessárias para o cumprimento da meta
 - Comunicação transparente e regular sobre os objetivos e justificativas das decisões da política monetária
 - Mecanismos de incentivo e responsabilização/prestação de contas para que a autoridade monetária cumpra a meta.



Comunicação do Banco Central do Brasil

- Copom criado em 1996 e a taxa Selic passa a ser principal instrumento de política monetária em 1999
- Diversos mecanismos de comunicação:
 - Comunicado, Ata do Copom e Relatório de Inflação
 - Publicação de discussões do Copom, cenários alternativos, modelos, estudos especiais, pesquisas acadêmicas, comunicação do Comef, Relatórios de Estabilidade Financeira e Economia Bancária, discursos, apresentações, dentre outros.
 - Direcionamento de expectativas e/ou forward guidance Exemplos de comunicações anteriores:

"Para a próxima reunião, a manutenção deste ritmo dependerá..."

"o Copom não antevê reduções no grau de estímulo monetário, a menos que as expectativas de inflação, assim como as projeções de inflação de seu cenário básico, estejam suficientemente próximas da meta de inflação para o horizonte relevante de política monetária, que atualmente inclui o ano-calendário de 2021 e, em grau menor, o de 2022. Essa intenção é condicional à manutenção do atual regime fiscal e à ancoragem das expectativas de inflação de longo prazo."



A autonomia legal do Banco Central do Brasil

- Lei Complementar 179, 24 de fevereiro de 2020
- Objetivo de assegurar a estabilidade de preços como objetivo fundamental do BCB
- Sem prejuízo de seu objetivo fundamental, zelar pela estabilidade e eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações da atividade econômica e fomentar o pleno emprego
- Metas de inflação anuais pré-estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional
- Condução autônoma da politica monetária: escolha de instrumentos para alcançar objetivos
- Mandatos não coincidentes de 4 anos para diretores e presidentes
- → Credibilidade e estabilidade na condução da política monetária



Conclusão

- Bancos centrais devem ter objetivos bem definidos e ser transparentes em relação a sua atuação para alcançar estes objetivos
- Política monetária é mais efetiva e menos custosa quando bancos centrais conseguem direcionar expectativas
- Credibilidade é essencial para eficácia da comunicação
- Independência/autonomia está sempre associada a maior credibilidade e transparência

Autonomia → **Credibilidade** → **Comunicação mais eficaz**



Bibliografia

- Bernanke (2010), "Monetary Policy Objectives and Tools in a Low-Inflation Environment," Speech at the Federal Reserve Bank of Boston (Revisiting Monetary Policy in a Low-Inflation Environment Conference).
- Blinder (1998), "Central Banking in Theory and Practice" MIT Press.
- Blinder (2004) "The Quiet Revolution: Central Banking Goes Modern. Yale University Press
- Blinder et al. (2008), "Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence" Journal of Economic Literature 46 (4), p. 910–945.
- Campbell et al. (2012), "Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance." Brookings Papers on Economic Activity 2012, p. 1–54.
- Carvalho and Nechio (2014), "Do People Understand Monetary Policy?" Journal of Monetary Economics 66, p. 108–123.
- Chahrour (2014), "Public Communication and Information Acquisition," American Economic Journal: Macroeconomics, 6(3):73–101, 2014
- Ehrmann and Fratzscher (2009), "Purdah—On the Rationale for Central Bank Silence around Policy Meetings," Journal of Money, Credit and Banking 41(2-3), p. 517-528.
- Eggertsson and Woodford (2003), "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy." Brookings Papers on Economic Activity 2003 (1), p. 139–211.
- Eusepi and Preston (2010), "Central bank communication and expectations stabilization." American Economic Journal. Macroeconomics, 2(3), p. 235–271.



Bibliografia

- Filardo and Hofmann (2014), "Forward guidance at the zero lower bound" BIS Quarterly Review, March.
- Gürkaynak, et al. (2005), "Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements." International Journal of Central Banking 1 (1), p. 55–93.
- Hansen et al. (2019), "The long-run information effects of central bank communication" Journal of Monetary Economics 108, p.185—202.
- Kydland and Prescott (1977), "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", The Journal of Political Economy 85(3), p. 473-492
- Nakamura et al. (2016), "The Power of Forward Guidance Revisited." American Economic Review, 106 (10), p. 3133–58.
- Nechio (2014), "Fed Tapering News and Emerging Markets, Economic Letter FRBSF 2014-06.
- Morris and Shin (2002), "The Social Value of Public Information," American Economic Review 92, p. 1521–34
- Woodford (2001), "Monetary Policy in the Information Economy." In Economic Policy for the Information Economy, 297-370.
- Woodford (2003) "Interest Rates and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy" Princeton University Press.

