

Forward guidance e projeções condicionais

Eduardo Zilberman é professor do Departamento de Economia da PUC-Rio e PhD pela New York University.

Ricardo de Menezes Barboza é economista do Grupo de Conjuntura Econômica do IE-UFRJ.

Desde a grande recessão, quando as taxas de juros nominais de boa parte das economias avançadas convergiram para algo próximo de zero, os bancos centrais aprofundaram o uso de instrumentos alternativos para a condução da política monetária. Dentre eles, destacou-se o que ficou conhecido como *forward guidance*, que nada mais é do que o uso da comunicação para influenciar as expectativas de mercado em relação à trajetória futura da taxa de juros. Portanto, pode-se pensar *forward guidance* como um instrumento de política adicional capaz de afetar as variáveis macroeconômicas.

Mesmo em economias nas quais a taxa de juros nominal não se encontre próxima de zero, a possibilidade de *forward guidance* é instrumental. Um exemplo pode ser útil. Por conta da defasagem com que a política monetária afeta a inflação, metas de inflação anuais (como no caso brasileiro) podem se tornar objetivos conflitantes. Haverá situações nas quais o cumprimento da meta no ano corrente enseje um aperto monetário, ao passo que o cumprimento da meta no ano seguinte requeira acomodação. Como não é possível aumentar e reduzir a taxa de juros concomitantemente, o bom uso da comunicação, ao sinalizar uma acomodação monetária apenas no futuro, pode compatibilizar estes objetivos.

Assim como os bancos centrais de outros países que adotaram o regime de metas de inflação, o Banco Central do Brasil (BCB) tradicionalmente segue uma forma específica de *forward guidance*. Ao tornar público as projeções condicionais de seus modelos para inflação sob o “cenário de mercado”, ou seja, sob premissas de juros (e câmbio) futuros dadas pelo consenso de mercado, é como se o BCB comunicasse: “olha, mercado, você está dizendo que eu vou praticar essa trajetória de juros, mas com essa trajetória de juros a inflação vai (ou não) para meta”. Na última projeção condicional divulgada pelo BCB, por exemplo, sob o “cenário de mercado”, a inflação convergiria para algo em torno de 4,4% e 4,5% em 2017 e 2018, respectivamente.

Conforme já enfatizado inúmeras vezes pelas autoridades monetárias, as decisões de política monetária dependem de outros fatores que não apenas as projeções condicionais de seus modelos, inclusive fatores subjetivos. Entretanto, para que a forma de *forward guidance* descrita acima tenha alguma eficácia, as projeções condicionais precisam informar em alguma medida as decisões de política monetária. Além disso, seus modelos precisam funcionar relativamente bem para prever inflação (e o mercado perceber assim).

Mas quão bem funcionam os modelos que o BCB usa para prever inflação? O competidor natural seria o consenso de mercado refletido nas expectativas FOCUS.

Comparamos, portanto, as projeções de inflação dos modelos do BCB (obtidas nos Relatórios de Inflação trimestrais) com a mediana das expectativas FOCUS, assim como com a média das expectativas das cinco instituições com maior grau de acuidade em suas projeções, para o final dos anos corrente e seguinte. Antes de comentar os resultados, é preciso ressaltar que o BCB não reporta projeções contemplando o seu cenário para a trajetória da taxa de juros, o que, em princípio, colocaria os modelos do BCB em desvantagem nesta comparação. De toda forma, se a política de *forward guidance* for crível e efetiva, os cenários do BCB e de mercado para a trajetória da taxa de juros deveriam coincidir na maior parte do tempo.

A despeito desta desvantagem em relação as expectativas de mercado, na média, os modelos do BCB desempenharam melhor de 2004 a 2009, especialmente no que se refere as projeções que contemplam horizontes mais longos (acima de seis trimestres). Neste período, quando as expectativas de inflação foram ancoradas, o regime de metas de inflação logrou os seus melhores resultados. Já de 2000 a 2003, período de consolidação e estresse do regime de metas por conta dos inúmeros choques que atingiram a economia brasileira, e a partir de 2010, quando se consolidou a nova matriz econômica, as expectativas de mercado desempenharam melhor.

Como as expectativas de inflação são uma das variáveis que alimenta os modelos do BCB, quando ancoradas, as projeções condicionais desses modelos ganham em precisão. Quanto mais acuradas forem as projeções condicionais, mais efetiva a forma de *forward guidance* descrita acima, o que, por sua vez, reforça a ancoragem das expectativas e potencializa o bom desempenho dos modelos. Este círculo virtuoso contribui para a funcionalidade do regime de metas de inflação, já que reduz o custo (em termos de atividade econômica) da manutenção da estabilidade de preços.

Há anos que a política monetária não funciona a contento no Brasil. Desde 2010, a inflação vinha rodando sistematicamente bem acima da meta, o que reforçou mecanismos inerciais e desancorou as expectativas de inflação. É, portanto, um alento que, para 2017, as projeções dos modelos do BCB e as expectativas FOCUS já contemplem taxas de inflação próximas da meta de 4,5%. Com a ancoragem das expectativas, as condições estão postas para um novo círculo virtuoso no regime de metas, no qual a manutenção da estabilidade de preços será menos custosa.

Por fim, em sua estratégia de comunicação com o público, há escopo para que o BCB melhore em, pelo menos, uma dimensão. O BCB é pouco transparente sobre a estrutura, parametrização, agregação e dados utilizados nos modelos que geram suas projeções condicionais de inflação. Enquanto a quantidade e qualidade das informações disponíveis na página do BCB não são suficientes para emular as suas projeções, o Federal Reserve mantém disponíveis, e atualizados, os programas e dados que permitem simulações no seu modelo. Se for possível um maior escrutínio por parte do público acerca dos modelos do BCB, sua política de *forward guidance* ganharia em credibilidade e eficácia, contribuindo ainda mais para a funcionalidade do regime de metas.