

INSPER: INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA
PROGRAMA DE MESTRADO PROFISSIONAL EM ECONOMIA

MATEUS DE MELO HACHUL

EFEITOS DE POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL: UMA ABORDAGEM NARRATIVA

SÃO PAULO - SP

2022

MATEUS DE MELO HACHUL

EFEITOS DE POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL: UMA ABORDAGEM NARRATIVA

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Economia do Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Área de concentração: Macroeconomia, Política Monetária.

Orientador: Prof. Dr. Miguel Bandeira

Co-orientador: Prof. Dr. Diogo Abry Guillén

SÃO PAULO - SP

2022

Hachul, Mateus de Melo

Efeitos de Política Monetária no Brasil: uma abordagem narrativa. / Mateus de Melo Hachul. – São Paulo, 2022.

Dissertação (Mestrado Profissional em Economia) - Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Miguel Bandeira

Co-orientador: Prof. Dr. Diogo Abry Guillén

1. Macroeconomia. 2. Política Monetária. 3. Choques Monetários. 4. Abordagem Narrativa.

MATEUS DE MELO HACHUL

EFEITOS DE POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL: UMA ABORDAGEM NARRATIVA

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Economia do Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Área de concentração: Macroeconomia, Política Monetária.

Orientador: Prof. Dr. Miguel Bandeira

Co-orientador: Prof. Dr. Diogo Abry Guillén

Data de Aprovação: ____/____/____

Prof. Dr. Marco Bonomo

Insper

Prof. Dr. André Minella

Banco Central do Brasil

SÃO PAULO - SP

2022

Agradecimentos

Resiliência. Começo meus agradecimentos com essa palavra pois seu significado ficou muito mais tangível para mim ao longo desses dois anos.

Como pais que equilibram suas tarefas profissionais e pessoais com o desafio da paternidade e maternidade, tive por dois anos este filho chamado Mestrado. Me dediquei muito ao seu cuidado e agora está na hora de mostrar para todos o que foi desenvolvido, algo que jamais seria feito sem a ajuda de tantos.

E nesse espírito agradeço ao meu pai, Prof. Dr. Maurício Hachul, faço questão de colocar aqui seus títulos (Prof. Dr.), pois foi ele que me ensinou a valorizar “ser” e não “ter”, sempre buscando conhecimento e sabedoria com senso crítico. Agradeço a minha mãe Ana Maria Ferreira de Melo Hachul, que trouxe carinho e muito apoio a todos os meus dias de estudo. Ao meu irmão Gabriel de Melo Hachul, que me ajudou a descontrair em momentos mais tensos. A minha companheira Rafaela Saad Fasanella, que sempre esteve ao meu lado me trazendo leveza. Aos meus avós Mufid Hachul e Guiomar Genaro Hachul, que a todo instante me perguntavam como estavam os estudos, sempre interessados e curiosos. Aos meus falecidos avós Aluizio de Oliveira Melo e Terezinha Ferreira Melo, que me trouxeram paz sempre que eu olhava para um quadro dos dois juntos bem aqui na minha estante.

Agradeço enormemente aos meus orientadores Prof. Dr. Miguel Bandeira e Prof. Dr. Diogo Abry Guillén, que me apoiaram durante todo o processo de forma primorosa, sendo exemplos de profissionais em posições de merecido destaque.

Agradeço aos meus colegas do Insper por todo o compartilhamento de ideias e criação de conhecimento conjunto. Em especial Juliano Ferreira, que teve importante contribuição com trabalho correlato a este, Caio Angelini, Lucas Molero, Felipe Kury, Felipe Pascowitch, Rodrigo Carvalho, Ollavo Tinoco e Fernando Maluf.

Agradeço aos meus amigos de infância, o apoio de vocês foi essencial. Em especial Guilherme Romeiro, Lucas Giovanni Cunha, Gabriel Carletti, Pedro Sérgio Correa, César Paiva e Marcel Tawil.

Aos meus companheiros de trabalho que me incentivaram desde o princípio a seguir com os estudos. Em especial Fernando Cavallette Silva, Stefano Dorlhac Catinella, Thomas Wu, Bernardo Calvente, Felipe Boralli, Fernando Roriz e Leonardo Tangza.

Resumo

O presente trabalho tem como foco estimar os efeitos dinâmicos da política monetária na inflação e no produto no Brasil. Para análise destes efeitos devemos separar fatores endógenos de exógenos à política monetária, o que será realizado através da identificação de choques monetários para o Brasil, utilizando uma abordagem narrativa à semelhança dos trabalhos realizados por Friedman e Schwartz (1963) e Romer e Romer (1989), com posterior construção de uma série de momentos em que a autoridade monetária se movimentou com base em fatores exógenos ou realizou mudanças consideráveis na condução de suas decisões (choques). Essa série será instrumento para a análise quantitativa realizada. Foram analisadas 166 decisões do Banco Central do Brasil, englobando o calendário de janeiro de 2003 até março de 2022, sendo identificados 12 choques contracionistas e 13 choques expansionistas, totalizando 25 reuniões. Os resultados (estimados através de uma projeção local) apontam para um efeito acumulado de -4,0% de IPCA em 36 meses após um choque contracionista de 1,0% na taxa Selic, com -5,7% de efeito acumulado em 21 meses. Para o produto (Produção Industrial), temos um vale de -9,6% acumulados em 23 meses, terminando 36 meses ao redor de zero (0,68%).

Palavras-chave: 1. Macroeconomia. 2. Política Monetária. 3. Choques Monetários
4. Abordagem Narrativa I. Romer e Romer II. Friedman e Schwartz

Abstract

The present work focuses on estimating the dynamic effects of monetary policy on inflation and output in Brazil. To analyze these effects we must separate endogenous and exogenous factors to monetary policy, which will be done by identifying monetary shocks for Brazil, using a narrative approach similar to the work carried out by Friedman and Schwartz (1963) and Romer and Romer (1989), with subsequent construction of a series of moments in which the monetary authority moved based on exogenous factors or made considerable changes in the conduct of its decisions (shocks). This series will be an instrument for the quantitative analysis. 166 Central Bank of Brazil's meetings were analyzed, encompassing the calendar from January 2003 to March 2022, identifying 12 contractionary shocks and 13 expansionist shocks, totaling 25 meetings. The results (estimated through a local projection) point to an accumulated effect of -4.0% of the IPCA in 36 months after a contractionary shock of 1.0% in the Selic rate, with the -5,7% accumulated effect in 21 months. For the product (Industrial Production) we have a trough of -9.6% accumulated in 23 months, ending 36 months around zero (0.68 %).

Keyword: 1. Macroeconomics. 2. Monetary Policy. 3. Monetary Shocks 4. Narrative Approach. I. Romer and Romer II. Friedman and Schwartz

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	5
2. CHOQUE MONETÁRIO	10
2.1 Definição de um choque e abordagem narrativa	10
2.2 Fontes de texto para análise	13
3. REUNIÕES ANALISADAS E CHOQUES IDENTIFICADOS.....	15
4. EFEITOS DE POLÍTICA MONETÁRIA SOBRE PRODUTO E INFLAÇÃO	33
4.1 Análise visual	33
4.2 Projeção Local	33
4.3 Relevância do instrumento	35
4.4 Resposta ao impulso para produto e inflação.....	36
4.5 Robustez.....	40
5. CONCLUSÕES	45
REFERÊNCIAS.....	46
Apêndice 1 – Reunião 87.....	68
Apêndice 2 - Reunião 92	71
Apêndice 3 – Reunião 94.....	78
Apêndice 4 – Reunião 96.....	85
Apêndice 5 - Reunião 100	89
Apêndice 6 – Reunião 105.....	97
Apêndice 7 - Reunião 108	106
Apêndice 8 - Reunião 134	118
Apêndice 9 - Reunião 139	127
Apêndice 10 - Reunião 149	137
Apêndice 11 - Reunião 161	144
Apêndice 12 - Reunião 166	153
Apêndice 13 - Reunião 169	162
Apêndice 14 - Reunião 170	168
Apêndice 15 - Reunião 173	175
Apêndice 16 - Reunião 183	183
Apêndice 17 - Reunião 194	189

Apêndice 18 - Reunião 196	197
Apêndice 19 - Reunião 203	206
Apêndice 20 - Reunião 214	213
Apêndice 21 - Reunião 224	218
Apêndice 22 - Reunião 232	225
Apêndice 23 - Reunião 237	230
Apêndice 24 - Reunião 242	236
Apêndice 25 - Reunião 245	242

1. INTRODUÇÃO

O controle da inflação é fundamental para a manutenção do poder de compra da moeda e construção de uma economia estável e próspera. Neste sentido, a condução da política monetária por parte dos Bancos Centrais tem enorme valor, com o desafio constante de balancear a busca pela estabilidade de preços e os efeitos de suas atitudes na economia real. Assim, compreender os efeitos do comportamento da autoridade monetária na economia é de grande relevância, sendo um aprendizado útil para a futura condução de banqueiros centrais, que poderão entender cada vez mais as consequências de suas decisões.

O presente trabalho tem como foco estimar os efeitos dinâmicos da política monetária na inflação e no produto no Brasil. Para análise destes efeitos, devemos separar fatos endógenos de exógenos à política monetária, o que será realizado através da identificação de choques monetários para o Brasil, utilizando uma abordagem narrativa à semelhança dos trabalhos realizados por Friedman e Schwartz (1963) e Romer e Romer (1989), com posterior construção de uma série de momentos em que a autoridade monetária se movimentou com base em fatores exógenos ou realizou mudanças consideráveis na condução de suas decisões (choques), utilizada como instrumento para a análise quantitativa realizada.

Como primeira etapa do estudo iremos explorar a definição de choques monetários. Em um segundo momento, em posse da definição anteriormente mencionada, será feita uma identificação de momentos em que obtivemos indícios de choques através da leitura de comunicados e atas emitidas pelo Banco Central do Brasil, além de avaliação histórica de jornais da época de cada decisão para confrontar a visão da autoridade monetária e dos principais agentes da economia (levantamento feito no *Estadão*, com utilização de *Folha de São Paulo* em reuniões 105, 108, 109, 110, 112, 113, 116, 118, 127, 128, 146, 147 e *Valor* em reuniões 232, 234, 236, 237, 239, 240, 241 e 245 por falta de quantidade significativa de matérias no *Estadão* para estas reuniões em específico). Por fim, será realizada uma análise quantitativa para mensuração do efeito de tais choques na inflação e no produto, sendo realizadas projeções locais para estimar os efeitos dinâmicos destes momentos que contemplam choques (que serão utilizados como instrumento) em inflação (Índice Preços ao Consumidor Amplo medido pelo IBGE) e produto (Produção Industrial Mensal com ajuste sazonal medida pelo IBGE).

Ramey (2016) descreve de forma simples e direta a abordagem narrativa como sendo a construção de séries a partir do estudo de documentos históricos, ou seja, a identificação de

choques monetários será feita através da leitura de documentos históricos e análise qualitativa da reação da autoridade monetária, a luz do arcabouço para definição de choques monetários definido por Christiano, Eichenbaum e Evans (1998), que será tratado em maiores detalhes em capítulos posteriores.

Na base formulada, os momentos identificados serão classificados como -1 para um choque negativo, ou seja, quando a reação da autoridade monetária a fatores exógenos, ou mudanças na condução da política monetária, gera um impacto semelhante à uma queda da taxa básica de juros (expansão monetária), +1 para um choque positivo, ou seja, quando é gerado um impacto semelhante à uma elevação na taxa básica de juros (restrição monetária) e 0 caso a reunião identificada não seja um choque.

Foram analisadas 166 decisões do Banco Central do Brasil, englobando o calendário de janeiro de 2003 até março de 2022, sendo identificados 12 choques contracionistas (positivos, +1 na base de dados) e 13 choques expansionistas (negativos, -1 na base de dados), totalizando 25.

Os resultados apontam para um efeito acumulado de -4,0% de IPCA em 36 meses após um choque contracionista de 1,0% na taxa Selic, com -5,7% acumulado em 21 meses. Para o produto (Produção Industrial com ajuste sazonal), o movimento esperado é de queda após um movimento contracionista, algo observado na série, onde temos um vale de -9,6% acumulados em 23 meses, terminando 36 meses ao redor de zero (0,68%).

Este trabalho contribui para a ampliação do conhecimento sobre a presença e impacto na inflação e atividade econômica de choques monetários no Brasil, usando a abordagem narrativa de uma forma ainda não empregada neste país no que é de conhecimento deste estudo até aqui. Será analisada em detalhes a comunicação e reações dos agentes econômicos expressas por parte da imprensa à época de cada reunião, elevando o estoque de capital atual relacionado à política monetária e atuação do Banco Central do Brasil.

Contribuição para literatura. Diversas abordagens já foram utilizadas para explorar a identificação de choques monetários, com poucos estudos neste campo para o Brasil.

Ramey (2016) nos aponta algumas técnicas como decomposição de Cholesky, introduzida por Sims (1980), VAR estrutural, ou SVAR, introduzido por Blanchard e Watson (1986) e Bernanke (1986), “instrumento externo”, ou “proxy SVAR” desenvolvido por Stock e Watson (2008) e ampliado por Stock e Watson (2012) e Mertens e Ravn (2013). Ramey (2016) também explora em sua revisão da literatura métodos de identificação de alta frequência onde Bagliano e Favero (1999), Kuttner (2001), Cochrane e Piazzesi (2002), Faust, Swanson e

Wright (2004), Gürkaynak, Sack e Swanson (2005), Piazzesi e Swanson (2008), Gertler e Karadi (2015), Nakamura e Steinsson (2015) analisam dados de alta frequência (como anúncios de notícias em torno das datas do FOMC) e movimentações de mercado para identificar ações inesperadas de política monetária por parte do Fed. Estas são importantes metodologias que merecem ser mencionadas como parte do arcabouço utilizado neste campo de estudo, porém, não serão o foco do presente trabalho.

O presente trabalho terá como foco a utilização de uma abordagem narrativa para a identificação de choques, contribuindo para a elevação do estoque de capital atrelado à esta metodologia, sobretudo para o Brasil.

Friedman e Schwartz (1963) foram precursores no uso da abordagem narrativa para a identificação de choques. Foram analisados por eles os anos de 1867 a 1960, utilizando uma definição ampla sobre choques monetários, fonte de crítica de Romer e Romer (1989). Para Friedman e Schwartz (1963), um choque monetário seria qualquer movimento não usual no desenvolvimento de uma economia, um movimento que não ocorreria em outros momentos ou circunstâncias dados o desenvolvimento da atividade real. Segundo Romer e Romer (1989), esta definição ampla pode levar a uma má identificação de choques, havendo uma tendência de considerar como um evento episódios em que outras forças não relacionadas à um choque exercem efeitos sobre a política monetária, como por exemplo fatos relacionados à crises financeiras globais. Por outro lado, Romer e Romer (1989) comentam que Friedman e Schwartz foram forçados a aplicar esta definição, dado que seu estudo se deu em um momento com grande volatilidade de instituições e definições pouco claras sobre o funcionamento do Banco Central.

Sendo assim, Romer e Romer (1989) propõe uma nova forma de análise narrativa. Para os autores “[...] uma maneira natural de tentar melhorar o que Friedman e Schwartz fizeram é aplicar a abordagem narrativa a uma época em que uma definição mais precisa de choque pode ser especificada.” (ROMER;ROMER, 1989, p. 14)

Os autores justificam que olhar apenas elevações de juros seria bom para a época, período pós Guerra, compreendendo que naquele período a grande quantidade de estímulos na economia gerou ruídos para a análise de movimentos de expansão monetária. Vale comentar que, para o Brasil, o presente trabalho julga que olhar movimentos de contração e estímulo monetário são adequados. Com foco na análise desde 2003, ano após decreto 3.088 de 1999, que define as metas de inflação, deixando os objetivos do Banco Central mais claros.

Analisando então documentos dos comitês de política monetária do Federal Reserve, ou Federal Open Market Committee (FOMC) são encontrados 6 choques monetários no período entre 1948 e 1987, quando o Banco Central dos Estados Unidos intencionalmente elevou as taxas básicas de juros com o objetivo de causar uma recessão. Posteriormente uma análise quantitativa do impacto em produção industrial levando em consideração *dummies* para os choques monetários foi realizada, com a função impulso resposta da equação indicando que os choques monetários impactam a produção após um ano, alcançando nível mínimo após trinta e três meses, sendo 12% menor em relação a casos de não ocorrência do choque, assim como para o desemprego o início de um aumento no indicador é observado dezoito meses após o choque, com nível máximo alcançado em trinta e quatro meses sendo 2% maior em relação a casos de não ocorrência do choque.

No Brasil, este é um campo ainda a ser explorado com maior profundidade, sendo que boa parte dos estudos conhecidos por esta presente pesquisa estão relacionados à comparação entre expectativas de mercado, decisões de política monetária e impactos na economia real, como, por exemplo, Vieira e Gonçalves (2008) e Cabral (2014). Poucos estudos utilizam uma abordagem narrativa, sobretudo como realizada neste trabalho.

Como ponto de partida, interessante citar exemplo de estudo realizado por Minella (2003), que não envolve análise narrativa, mas permeia o arcabouço relacionado à efeitos da política monetária com análise usando vetor autorregressivo (VAR), técnica citada no início deste capítulo. Minella realiza uma análise interessante comparando diferentes períodos: inflação com crescimento moderado (1975-1985), inflação alta (1985-1994) e inflação (1944-2000).

Sobre surpresas da política monetária levando em consideração o resultado das decisões esperadas pelo mercado e realizadas, Vieira e Gonçalves (2008) definem uma medida de surpresa em que é calculada a diferença entre a taxa de juros de um *swap* de 30 e 360 dias negociados um dia depois e um dia antes da decisão mensal do Comitê de Política Monetária (Copom). Em estudo mais recente com mesma abordagem de Vieira e Gonçalves (2008), Cabral (2014) analisam o modo como que a comunicação do Banco Central do Brasil, através de seus comunicados, atas e relatórios de inflação, pode impactar o mercado.

Por fim, sobre análise de choques monetários para o Brasil utilizando a metodologia de Romer e Romer (2004), onde o intuito é a construção de um modelo livre de movimentos endógenos e antecipadas, foram encontrados dois trabalhos.

Omoto (2006) analisa choques de política monetária sobre o nível de atividade econômica e sobre os preços durante o período entre 1996 e 2005, encontrando que um choque restritivo de política monetária tem afetado muito mais o nível de produção do que os preços da economia. A resposta negativa (redução) da produção inicia logo após o aumento da taxa de juros sendo que, o efeito máximo ocorre aproximadamente 15 meses após o choque. Sobre inflação, Omoto (2006) encontra que os preços respondem muito pouco aos choques monetários, situação diferente do presente estudo.

Costa Filho (2016) também realiza análise com construção de um conjunto de choques inspirada na metodologia de Romer e Romer (2004). De posse das medidas de previsões do Banco Central do Brasil e uma série de choque na curva de juros, foram estimados VARs (Vetores Autorregressivos), e analisados os efeitos na inflação e no produto. Segundo o estudo “Em resposta às medidas de choques de política monetária, o PIB real diminui, com impacto máximo de 0,5% até o quinto mês após o choque.” (p. 322). Sobre preços é encontrado um “*Price Puzzle*” nos modelos estimados.

O conhecimento obtido pelo presente estudo indica que este é o primeiro trabalho que se utiliza puramente de análise narrativa, a exemplo de Friedman e Schwartz (1963) e Romer e Romer (1989), para identificação de choques e seus efeitos para o Brasil. Sua realização contribui para elevar o estoque de conhecimento sobre efeitos de política monetária no Brasil.

2. CHOQUE MONETÁRIO

2.1 DEFINIÇÃO DE UM CHOQUE E ABORDAGEM NARRATIVA

Compreender os efeitos de choques monetários em agregados macroeconômicos segue como questão relevante e recorrente na literatura. Dois desafios principais permeiam esta análise. Como definir quais as características de um choque e decidir a ferramenta e metodologia utilizada para encontrar estes eventos em um determinado país.

O que é um choque monetário? A resposta para esta questão foi aprimorada ao longo do tempo, formas de identificação do choque tornaram o espectro da sua própria definição mais amplo, porém, Christiano, Eichenbaum e Evans nos trazem em 1998 uma definição simples que será de grande importância para o escopo geral deste trabalho. Para os autores, as ações dos Bancos Centrais estão relacionadas, em partes, à desenvolvimentos não ligados à política monetária, com seus atos refletindo “todos” os choques na economia. Em resumo, nem todas as alterações na política monetária refletem reações endógenas a ela, sendo então as reações tomadas com base em variáveis endógenas e exógenas à alteração no instrumento de política monetária utilizado.

Christiano, Eichenbaum e Evans (1998) definem então uma equação característica para a observação dos choques monetários.

$$S_t = f(\Omega_t) + \sigma_s \varepsilon_t^s$$

Onde S_t é o instrumento de política monetária, como a taxa básica de juros ou algum agregado monetário (no caso do presente estudo a taxa básica de juros para o Brasil, instrumento de política monetária, a Selic), f uma função de resposta da autoridade monetária, Ω_t o conjunto informacional do Banco Central (variáveis endógenas) e $\sigma_s \varepsilon_t^s$ o choque monetário, onde ε_t^s reflete choques exógenos às preferências da autoridade monetária e σ_s faz referência à um desvio padrão do choque monetário.

Como referência importante mais recente na literatura, Ramey (2016) realizou uma relevante revisão e sintetização sobre o atual entendimento relacionado a choques monetários em *Macroeconomic Shocks and Their Propagations*. A autora se debruça sobre uma extensa revisão da literatura, indicando que existe uma certa ambiguidade relacionada a choques, com o termo sendo apresentado em alguns casos como uma inovação ou instrumento em análise de vetores autorregressivos. Ramey então se apegue à definição geral de Bernanke (1986), “os choques devem ser forças exógenas primitivas que não estão correlacionadas entre si e devem ser economicamente significativas” (p. 52-55). Desse modo, para Ramey (2016), os choques

devem ser exógenos em relação às demais variáveis endógenas atuais e defasadas do modelo e devem não estar correlacionados com outros choques exógenos, caso contrário, não podemos identificar a causa única de efeitos de um choque exógeno em relação a outro e devem representar ou movimentos imprevistos em variáveis exógenas ou notícias sobre movimentos futuros em variáveis exógenas.

Ramey (2016) descreve de forma simples e direta a abordagem narrativa como sendo a construção de séries a partir do estudo de documentos históricos, ou seja, a identificação de choques monetários será feita através da leitura de documentos históricos e análise qualitativa da reação da autoridade monetária, à luz do arcabouço inicial exposto anteriormente para definição de choques monetários por Christiano, Eichenbaum e Evans (1998).

Friedman e Schwartz (1963) foram precursores no uso da abordagem narrativa para a identificação de choques. Foram analisados por eles os anos de 1867 a 1960, utilizando uma definição ampla sobre choques monetários, fonte de crítica de Romer e Romer (1989). Para Friedman e Schwartz (1963), um choque monetário seria qualquer movimento não usual no desenvolvimento de uma economia, um movimento que não ocorreria em outros momentos ou circunstâncias dados o desenvolvimento da atividade real. Segundo Romer e Romer (1989), esta definição ampla pode levar a uma má identificação de choques, havendo uma tendência de considerar como um choque, episódios em que outras forças não relacionadas a um choque exercem efeitos sobre a política monetária, como por exemplo fatos relacionados a crises financeiras globais. Por outro lado, Romer e Romer (1989) comentam que Friedman e Schwartz foram forçados a aplicar esta definição, dado que seu estudo se deu em um momento com grande volatilidade de instituições e definições pouco claras sobre o funcionamento do Banco Central.

Sendo assim, Romer e Romer (1989) propõe uma nova forma de análise narrativa. Para os autores “[...] uma maneira natural de tentar melhorar o que Friedman e Schwartz fizeram é aplicar a abordagem narrativa a uma época em que uma definição mais precisa de choque pode ser especificada.” (ROMER;ROMER, 1989, p. 14)

Empregamos, no entanto, uma definição muito mais restrita do que constitui um choque. Em particular, contamos como choque apenas os episódios em que o Federal Reserve tentou exercer uma influência contracionista na economia para reduzir a inflação. Ou seja, nos concentramos em momentos em que o Federal Reserve tentou não compensar os aumentos percebidos ou prospectivos na demanda agregada, mas mudar ativamente a curva de demanda agregada de volta em resposta ao que percebeu ser uma inflação "excessiva". Ou, em outras palavras, procuramos momentos em que a preocupação com o atual nível de inflação levou o Federal Reserve a tentar induzir uma recessão (ou pelo menos uma "recessão de crescimento"). (ROMER; ROMER, 1989, p. 14)

Os autores justificam que olhar apenas elevações de juros seria bom para a época, período pós Guerra, compreendendo que naquele período a grande quantidade de estímulos na economia gerou ruídos para a análise de movimentos de expansão monetária. Vale comentar que, para o Brasil, o presente trabalho julga que olhar movimentos de contração e estímulo monetário são adequados. Com foco na análise após decreto 3.088 de 1999, que define as metas de inflação, deixando os objetivos do Banco Central mais claros.

Analizando então documentos dos comitês de política monetária do Federal Reserve, ou Federal Open Market Committee (FOMC) são encontrados 6 choques monetários no período entre 1948 e 1987, quando o Banco Central dos Estados Unidos intencionalmente elevou as taxas básicas de juros com o objetivo de causar uma recessão. Posteriormente uma análise quantitativa do impacto em produção industrial levando em consideração *dummies* para os choques monetários foi realizada, com a função impulso resposta da equação indicando que os choques monetários impactam a produção após um ano, alcançando nível mínimo após trinta e três meses, sendo 12% menor em relação a casos de não ocorrência do choque, assim como para o desemprego o início de um aumento no indicador é observado dezoito meses após o choque, com nível máximo alcançado em trinta e quatro meses sendo 2% maior em relação a casos de não ocorrência do choque.

Em 2004, Romer e Romer propõem uma nova medida de choques, na tentativa de considerar alguns movimentos endógenos e antecipados da economia que poderiam não estar sendo considerados na abordagem anterior. Esta nova medida olha para intenções relacionadas à taxa de juros ao redor das decisões do FOMC e constrói uma série com o resíduo da elevação de juros retirando o efeito das projeções de atividade e inflação do *greenbook* usando também o preço de commodities para retirar efeitos de choques de oferta afetando os preços na economia, podendo gerar um “price puzzle” onde é observado um aumento de inflação após uma elevação de juros.

Em Romer e Romer de 2004, são elencadas 5 fontes principais de choques, sendo estes (i) variações nos procedimentos operacionais do Fed; (ii) variações na crença dos formuladores de políticas sobre o funcionamento da economia; (iii) variação nas preferências e/ou objetivos dos formuladores de políticas; (iv) influências políticas e/ou (v) busca de outros objetivos. Esta definição será de grande importância para o presente estudo, algo explorado a seguir.

2.2 FONTES DE TEXTO PARA ANÁLISE

A constituição da base de dados será feita através da leitura de comunicados e atas emitidas pelo Banco Central do Brasil, além de jornais da época de cada decisão, algo que irá confrontar a visão da autoridade monetária e dos principais agentes da economia, auxiliando na identificação de movimentações exógenas. Para as notícias de jornal, o levantamento para todas as 166 reuniões foi feito no *Estadão*, com utilização de *Folha de São Paulo* em reuniões de números 105, 108, 109, 110, 112, 113, 116, 118, 127, 128, 146, 147 e *Valor* em reuniões 232, 234, 236, 237, 239, 240, 241 e 245 por falta de quantidade significativa de matérias no *Estadão* para estas reuniões em específico.

Em ferramenta de pesquisa dos jornais a busca foi separada por momentos pré e pós decisão de política monetária, sendo assim, foram procuradas para 10 dias antes da reunião do Copom (Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil) as palavras “Copom” e “Banco Central”, capturando assim opiniões e expectativas para a decisão em questão, e pesquisados pós reunião do Copom, para os dias que compreendem o intervalo entre a divulgação do resultado da decisão e a ata, as palavras “Copom” e “Banco Central”, com subsequente leitura e registro de notícias da época.

O processo de análise dos documentos e identificação de choques seguirá a mesma lógica ao longo de todo o período de 2003 a 2022, desde a reunião do Copom de número 80, realizada em janeiro de 2003, até a reunião de número 245, realizada em março de 2022. Foi então analisado um total de 166 decisões ao longo de 20 anos.

Para o período entre janeiro de 2003 e junho de 2016, contemplando os mandatos dos presidentes Henrique de Campos Meirelles e Alexandre Antônio Tombini (reuniões 80 a 199), o estudo será focado nas atas divulgadas na quinta-feira posterior ao resultado do Copom, dado que, durante o comando destes banqueiros centrais, era divulgada uma curta nota ao público no dia da decisão da taxa Selic, e então na quinta-feira posterior sua ata com justificativas elaboradas para a decisão. Em posse destes documentos, será dividida (no Excel) a análise em, comunicação sobre o ambiente externo, atividade, modelo do Banco Central (BC), Inflação (com balanço de riscos e intenções do BC), comparação com a ata anterior (sendo este um dos pontos mais importantes para compreender mudanças de visão de mundo por parte da autoridade monetária) e opiniões da imprensa.

Após o mandato de Alexandre Antônio Tombini, ocorre uma grande mudança de comunicação por parte da autoridade monetária, com evolução da transparência e maior

quantidade de detalhes divulgados em um comunicado no dia da decisão do Copom a partir de julho de 2016, início do mandato de Ilan Goldfajn no comando do BC. A evolução da comunicação nos permite dar mais atenção para informações presentes no comunicado, o que também contribuiu para maior riqueza de informações obtidas pela imprensa e agentes da economia em geral. O novo estilo de comunicado passa uma visão resumida e direta sobre o setor externo, atividade, inflação, modelos do Banco Central, balanço de riscos e visão para os próximos passos.

Para o período entre julho de 2016 e março de 2022, contemplando os mandatos dos presidentes Ilan Goldfajn e Roberto Campos Neto (reuniões 200 a 245), o estudo focou nos comunicados divulgados no dia da decisão, com complementos por parte da ata divulgada na terça-feira posterior ao resultado do Copom, dado que, a substancial melhora na comunicação empregada por Ilan Goldfajn possibilitou com que uma quantidade razoável de informações sobre a decisão fossem conhecidas pelo público logo após sua realização. Em posse destes documentos, será dividida a análise em comunicação sobre o ambiente externo, atividade, modelo do Banco Central (BC), balanço de riscos e intenções, comparação com comunicado anterior, complementos advindos da ata posteriormente divulgada e opiniões da imprensa.

Por fim é definida uma justificativa para a interpretação do saldo qualitativo da decisão, com as decisões classificadas como -1 para um choque monetário negativo, ou seja, quando a reação da autoridade monetária a fatores exógenos ou alteração de postura gera um impacto semelhante à uma queda da taxa básica de juros (expansão monetária), +1 para um choque monetário positivo, ou seja, quando é gerado um impacto semelhante à uma elevação na taxa básica de juros (restrição monetária) e 0 caso a reunião identificada não seja um choque.

A identificação de choques neste trabalho está relacionada às características de choques monetários definidas no estudo de Romer e Romer de 2004, em que são elencadas 5 fontes principais de choques, sendo estes (i) variações nos procedimentos operacionais do Fed; (ii) variações na crença dos formuladores de políticas sobre o funcionamento da economia; (iii) variação nas preferências e/ou objetivos dos formuladores de políticas; (iv) influências políticas e/ou (v) busca de outros objetivos. Em adição à esta lista, foi observado ao longo deste trabalho um fator (vi) para o Brasil, sendo a observação dos resultados do modelo apresentado pelo Banco Central do Brasil em comparação à comentários e simulações de analistas sobre este possível valor apresentado. Mudanças relevantes neste ponto em específico podem indicar preferências do Banco Central em desalinhamento com o comportamento das variáveis endógenas.

3. REUNIÕES ANALISADAS E CHOQUES IDENTIFICADOS

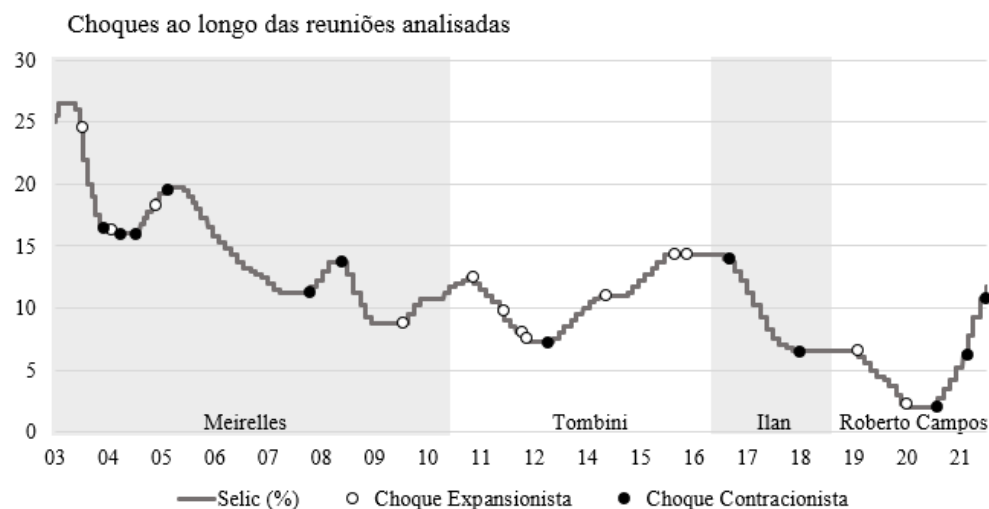
Foram analisadas 166 decisões do Banco Central do Brasil, englobando o calendário de janeiro de 2003 até março de 2022, sendo identificados 12 choques contracionistas (positivos, +1 na base de dados) e 13 choques expansionistas (negativos, -1 na base de dados), totalizando 25 choques apresentados abaixo:¹

Tabela 1.

Número	Data	Presidente	Decisão	Choque
87	20-ago-03	Henrique Meirelles	-2,50%	-1
92	21-jan-04	Henrique Meirelles	0,00%	1
94	18-mar-04	Henrique Meirelles	-0,25%	-1
96	19-mai-04	Henrique Meirelles	0,00%	1
100	15-set-04	Henrique Meirelles	0,25%	1
105	16-fev-05	Henrique Meirelles	0,50%	-1
108	18-mai-05	Henrique Meirelles	0,25%	1
134	16-abr-08	Henrique Meirelles	0,50%	1
139	10-dez-08	Henrique Meirelles	0,00%	1
149	17-mar-10	Henrique Meirelles	0,00%	-1
161	31-ago-11	Alexandre Tombini	-0,50%	-1
166	18-abr-12	Alexandre Tombini	-0,75%	-1
169	29-ago-12	Alexandre Tombini	-0,50%	-1
170	10-out-12	Alexandre Tombini	-0,25%	-1
173	6-mar-13	Alexandre Tombini	0,00%	1
183	28-mai-14	Alexandre Tombini	0,00%	-1
194	21-out-15	Alexandre Tombini	0,00%	-1
196	20-jan-16	Alexandre Tombini	0,00%	-1
203	30-nov-16	Ilan Goldfajn	-0,25%	1
214	16-mai-18	Ilan Goldfajn	0,00%	1
224	31-jul-19	Roberto Campos Neto	-0,50%	-1
232	5-ago-20	Roberto Campos Neto	-0,25%	-1
237	17-mar-21	Roberto Campos Neto	0,75%	1
242	27-out-21	Roberto Campos Net	1,50%	1
245	16-mar-22	Roberto Campos Neto	1,00%	1

Fonte: Elaborado pelo autor

¹ Foi criada uma planilha excel com detalhes para todos os 166 períodos analisados. Link para acesso: https://docs.google.com/spreadsheets/d/1ep377n5nHfYc-4OBCuYrnsLuAgnYP8-M/edit?usp=share_link&ouid=112655799921445219174&rtpof=true&sd=true

Figura 1.

Fonte: Elaborado pelo autor

Apresento abaixo um breve resumo com principais pontos identificados para a classificação de todos os choques identificados.

Reunião 87 realizada em 20 de agosto de 2003, na gestão de Henrique de Campos Meirelles, com decisão por redução de 2,50% na taxa Selic (patamar de 22,00%). Choque expansionista:

Banco Central seguia em um ciclo de flexibilização monetária com forte ajuste nesta reunião, realizando corte de 2,5% na taxa básica de juros (Selic) que ainda assim estava em nível elevado de 22,00%.

Na ata apresentada ao público, a autoridade monetária vê projeções de inflação baixas para 2004 e atividade fraca encontrando-se em um período após um grande ciclo de contração monetária. Porém, o Comitê de Política Monetária (Copom) vinha comunicando sobre gradualismo em sua condução, o que leva, por exemplo, o mercado a precificar 1,5% de corte como o mais provável, com alguns agentes mais inclinados a acreditar em cortes agressivos de juros precificando 2,00% e não 2,50%, uma magnitude elevada. A opinião do mercado e surpresa com a atuação da autoridade monetária foram insumos relevantes para a definição deste episódio como um choque. Entendemos que a surpresa em relação ao mercado não é o principal ponto a ser observado, mas algumas vezes ao longo do trabalho nos permitiu compreender com mais clareza a possível magnitude adequada do ajuste, com a autoridade monetária possivelmente realizando um choque ao se posicionar além do esperado.

A classificação como um choque tem como base a magnitude do ajuste realizado, com intensidade da reação da autoridade monetária caracterizando uma mudança de observação de mundo por parte do Banco Central.

Reunião 92 realizada em 21 de janeiro de 2004, na gestão de Henrique de Campos Meirelles, com decisão por manutenção na taxa Selic (patamar de 16,50%). Choque contracionista:

Após forte ciclo expansionista, em que foi efetuado um ajuste de 10% na Selic, o Banco Central "revolve interromper temporariamente o processo de flexibilização da política monetária com o intuito de preservar as conquistas recentes no combate à inflação e no processo de retomada da atividade econômica.". Apenas 1 membro votou pela continuidade do processo de flexibilização, em uma decisão que não foi unânime.

De forma cautelosa a autoridade monetária mantém a Selic inalterada, porém, a decisão é um choque monetário dado que a decisão do Banco Central foi uma mudança muito brusca em relação à decisão anterior. A reação de opção por diminuição do ritmo de cortes pode ser classificada como endógena, dado que existe perspectiva por mais inflação em um cenário com 10% de flexibilização monetária em ciclo recente, mas a não movimentação foi além do indicado pelas condições macroeconômicas, com projeções de inflação ainda abaixo da meta para os próximos dois anos e atividade econômica em início de recuperação. Além disso, a análise de falas de Meirelles após a reunião indica que a autoridade monetária aparentemente realizou um choque intencional.²

Ponto de reforço para a opinião, a maioria dos agentes de mercado esperava uma desaceleração dos cortes (último corte realizado era de 1,0%), mas o Banco Central decidiu por não se movimentar.

Reunião 94 realizada em 18 de março de 2004, na gestão de Henrique de Campos Meirelles, com decisão por redução de 0,25% na taxa Selic (patamar de 16,25%). Choque expansionista:

Após manutenção da Selic por um período curto, a autoridade monetária voltou a realizar cortes na taxa básica, entendendo que inflação elevada em meses anteriores foi

² Detalhes em apêndice 2.2.

ocasionada por choques não persistentes e que a atuação de política monetária foi efetiva. A decisão não foi unânime, com 3 membros votando pela manutenção.

Esta reunião representa um choque monetário pois a autoridade monetária parece ter mudado de visão de mundo, após uma constatação a época de que deveria interromper um longo processo de flexibilização monetária. Além disso, para justificar sua decisão, o Banco Central nos apresenta um modelo alternativo, em que a inflação projetada mostra redução em relação aos modelos anteriormente utilizados, algo que também se caracteriza por uma mudança de procedimentos e ferramentas utilizadas pelo Banco Central para tomada de decisão.³

Em análises do mercado observamos comentários sobre elevação de inflação como indicativo de manutenção da Selic.

Reunião 96 realizada em 19 de maio de 2004, na gestão de Henrique de Campos Meirelles, com decisão por manutenção da taxa Selic (patamar de 16,00%). Choque contracionista:

Banco Central manteve a Selic em 16,00% após um rápido ciclo de expansão monetária, onde entre junho de 2003 e fevereiro de 2004 a taxa básica passou de 26,5% para 16,0%, um ajuste de 10,5% em 9 meses, com intervalo de duas reuniões com decisão pela manutenção em janeiro e fevereiro de 2004.

Dois membros votando por uma redução adicional de 0,25%.

O choque monetário encontrado nesta reunião está no fato de que, aparentemente, a decisão do Banco Central em não realizar um novo ajuste na taxa Selic está pautada em um maior risco externo recente, fator exógeno que afeta indiretamente a inflação. Dias antes da reunião, analistas de mercado apontam sobre a importância de uma sinalização mais forte da autoridade monetária entregando os 0,25% adicionais, com volatilidade externa, porém, ainda início de reação da economia interna, sem uma consolidação de cenário favorável para a manutenção.

Além disso, o próprio Copom pontuou que o Brasil está hoje menos vulnerável a riscos externos, porém, mesmo assim realizou a manutenção de juros pautado nestes fatores.

Reunião 100 realizada em 15 de setembro de 2004, na gestão de Henrique de Campos Meirelles, com decisão por elevação de 0,25% na taxa Selic (patamar de 16,25%). Choque contracionista:

³ Detalhes em apêndice 3.1.

Banco Central iniciou um processo de ajuste monetário com elevação de 0,25% na Selic. A decisão não foi unânime, com três membros indicando observar a necessidade de iniciar o processo de ajuste com uma alta de 0,50%.

Esta decisão foi tomada em ambiente com inflação que indicava melhora em relação ao mês passado, porém, se encontrava em nível elevado, com projeções de inflação piores, assim como expectativas se deteriorando.

O Banco Central pontua que a inércia inflacionária possui papel importante como risco a ser monitorado, com ação dura da política monetária sendo necessária.

Em reunião anterior a autoridade monetária introduzia riscos para a inflação com atividade elevada. Porém, aparenta compreender, a partir desta reunião, que caso não agisse, poderia enfrentar um processo inercial perigoso, e um cenário com atividade muito forte.

Esta decisão é um choque pois, apesar de o movimento ocorrer de forma endógena (de forma preventiva), existe mudança de visão de mundo por parte do comitê. É verdade que a manutenção da Selic em reuniões anteriores já demonstrava atenção do Banco Central com relação à inflação e nível da Selic, mas a reunião atual apresenta uma alteração de postura que caracteriza um choque contracionista (inclusive com o Banco Central tentando antecipar movimentos relacionados a pressões inflacionária projetadas, agindo com um choque intencional para conter tais impactos.).

Reunião 105 realizada em 16 de fevereiro de 2005, na gestão de Henrique de Campos Meirelles, com decisão por elevação de 0,50% na taxa Selic (patamar de 18,75%). Choque expansionista:

A inflação apresentou melhora, interrompendo uma aceleração de meses anteriores. Porém, segue em nível elevado, sobretudo quando olhamos para os núcleos.

Esta reunião possui características de um choque em que o Banco Central apresenta mudança de postura com relação à observação de variáveis macroeconômicas atuais e prospectivas, algo que pode ser observado por notícias de jornal⁴ que indicam uma leitura de que o tom para a inflação obteve alteração, com a autoridade monetária passando a observar uma Selic já em nível elevado e possível reação de inflação projetada para frente, mesmo que projeções atuais sigam pressionadas.

⁴ Detalhes em apêndice 6.2.

Acredito que, mesmo que a elevação de 0,50% na Selic possua parte de sua realização pautada em fatores endógenos, o saldo geral da comunicação sobre a decisão leva a um choque monetária, incorporando uma mudança de visão de mundo não esperada pelos agentes econômicos dado o desenvolvimento macroeconômico (algo que inclusive gerou euforia nos mercados de acordo com notícias da época).

Reunião 108 realizada em 18 de maio de 2005, na gestão de Henrique de Campos Meirelles, com decisão por elevação de 0,25% na taxa Selic (patamar de 19,75%). Choque contracionista:

O Banco Central realizou um ajuste residual de 0,25% na Selic, indicando cautela e observação de uma inflação corrente ainda elevada, com efeitos que ainda não são observados na economia por conta da defasagem da política monetária. Lembrando que, de acordo com a classificação de choques anteriores a autoridade monetária realizou um choque expansionista recente (fevereiro de 2005 em reunião 105), apresentando uma visão mais branda (expansionista) para juros e nesta reunião a autoridade monetária altera esta visão para mais forte e contracionista.

A decisão se trata de um choque pois o Banco Central pontuou sobre defasagem da política monetária, apresentando expectativas de inflação que começam a ceder no horizonte de atuação da política monetária, mas ainda assim entregou um ajuste residual após um período prolongado de elevação de juros (já em nível de 19,50%) e tendo realizado um choque expansionista na reunião 105.

A autoridade monetária parece ter apresentado uma postura muito conservadora, dando maior peso para inflação e atividade corrente do que para projeções sobre o avanço dos preços e crescimento, que sofrerão impactos significativos dado o nível da taxa básica de juros e início de resposta das variáveis endógenas.

O Banco Central diz que a elevação da taxa de juros de 19,50% para 19,75% foi decidida devido à avaliação de que a taxa anterior "não proporcionaria condições adequadas para assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas" (ATA DO COPOM. Brasília: Banco Central do Brasil, 105ª Reunião, fevereiro. 2005). Indicativo de choque intencional para assegurar a convergência da inflação para a meta.

Reunião 134 realizada em 16 de abril de 2008, na gestão de Henrique de Campos Meirelles, com decisão por elevação de 0,50% na taxa Selic (patamar de 11,75%). Choque contracionista:

Nesta reunião, o Banco Central iniciou um ciclo de restrição monetária com a seguinte mensagem em sua nota:

O Comitê entende que a decisão de realizar, de imediato, parte relevante do movimento da taxa básica de juros irá contribuir para a diminuição tempestiva do risco que se configura para o cenário inflacionário e, como consequência, para reduzir a magnitude do ajuste total a ser implementado. (NOTA À IMPRENSA. Brasília: Banco Central do Brasil, 134ª Reunião, abril. 2008).

A autoridade monetária indicou que, vendo projeções de inflação elevadas, com atividade forte e possível desancoragem das expectativas, acreditou que o mais adequado era iniciar um ciclo de aperto monetário para conter danos futuros.

O mercado contava com uma alta de 0,25%, afirmando que existia um início de alta da inflação projetada, sendo esta alta preventiva. O próprio Banco Central pontuou que decidiu por realizar uma elevação de grande magnitude para agir de forma forte contra a inflação. O choque monetário ocorre dado que o Banco Central elevou intencionalmente a taxa básica além do esperado pelas variáveis endógenas, inclusive pontuando como algo tempestivo em uma mudança de *framework*, mostrando uma alteração de visão de mundo.

Reunião 139 realizada em 10 de dezembro de 2008, na gestão de Henrique de Campos Meirelles, com decisão pela manutenção na taxa Selic (patamar de 13,75%). Choque contracionista:

Reunião identificada como um choque pois, mesmo que esperado pelo mercado, a decisão de não cortar juros aparenta ser exógena dada a conjuntura econômica e prospectiva.

Após o evento ligado à crise de crédito em setembro de 2008, nesta reunião em dezembro, com início de demonstrações de fraqueza da atividade local, o Banco Central discutiu realizar um corte de 0,25% na Selic, mas manteve cautela com a inflação, não realizando o corte mesmo em um ambiente prospectivo de grande pressão para baixo nos preços. A justificativa do Banco Central teve como base uma postura cautelosa.

O Banco Central viu uma inflação na ponta melhor, indicando um processo de convergência para a meta e menores riscos de cenários adversos ocorrerem.

Em síntese, ainda não se consolidou o processo de reversão da tendência de afastamento da inflação em relação à trajetória de metas, que vem se verificando desde o final de 2007, embora o risco de uma deterioração ainda maior da dinâmica inflacionária venha se reduzindo. Por sua vez, as três principais medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central têm mostrado redução, na margem, nos últimos meses. (ATA DO COPOM. Brasília: Banco Central do Brasil, 139ª Reunião, dezembro. 2008)

A reunião é um choque pois a crise global causou impactos endógenos já observados no período da reunião, como menor crescimento e uma inflação que já está em maior tendência de queda, mesmo assim a autoridade monetária não realizou um corte de juros.

Reunião 149 realizada em 17 de março de 2010, na gestão de Henrique de Campos Meirelles, com decisão pela manutenção na taxa Selic (patamar de 8,75%). Choque expansionista:

O Banco Central manteve a taxa Selic inalterada em uma decisão dividida e apertada, com 3 membros votando pelo aumento da taxa básica.

Esta reunião é um choque pois o cenário macroeconômico geral passava a mostrar inflação projetada acima da meta e atividade ainda robusta, sinais que já tinham início na reunião anterior e indicariam uma elevação na taxa básica.

A decisão dividida do comitê, assim como fatores como eleições próximas e um Banco Central com a intenção de esperar para observar se fatos que elevam a inflação naquele momento se dissipariam até a próxima reunião indicando uma postura, foram elementos que indicaram possível atuação menos inclinada a restrição monetária por parte do Banco Central, sendo classificada como um choque por não ter fatores endógenos como base para sua atuação.

Reunião 161 realizada em 31 de agosto de 2011, na gestão de Alexandre Antônio Tombini, com decisão pela redução de 0,50% na taxa Selic (patamar de 12,00%). Choque expansionista:

Em uma decisão não unânime (dois membros votaram pela manutenção da Selic em 12,50%) e de forma não esperada pelo mercado o Banco Central alterou sua visão de mundo,

passando de um ciclo de restrição monetária para um de afrouxamento, alterando em 180 graus a política e ciclo vigente em um episódio conhecido como “cavalo de pau” e severamente criticado.⁵

A justificativa dada pelo Banco Central foi a de que o cenário externo se encontrava em deterioração, o que traria desafios e um cenário desinflacionário para o Brasil, mudando então totalmente sua conduta com base em um fator exógeno.

Parte da ata com resumo da decisão:

30.O Copom, de forma unânime, reconhece que o ambiente macroeconômico se alterou substancialmente desde sua última reunião, de modo a justificar uma reavaliação, e, eventualmente, reversão, do recente processo de elevação da taxa básica. Entretanto, dois membros do Comitê avaliam que o momento atual ainda não oferece todas as condições necessárias a que esse movimento tenha início imediatamente. (ATA DO COPOM. Brasília: Banco Central do Brasil, 161ª Reunião, agosto. 2011)

O Banco Central tenta, inclusive, justificar sua posição usando um modelo alternativo para indicar perda de atividade.

18. Um cenário alternativo, construído e analisado sob a perspectiva de um modelo de equilíbrio geral dinâmico estocástico de médio porte, admite que a atual deterioração do cenário internacional cause um impacto sobre a economia brasileira equivalente a um quarto do impacto observado durante a crise internacional de 2008/2009. Além disso, supõe que a atual deterioração do cenário internacional seja mais persistente do que a verificada em 2008/2009, porém, menos aguda, sem observância de eventos extremos. Nesse cenário alternativo, a atividade econômica doméstica desacelera e, apesar de ocorrer depreciação da taxa de câmbio e de haver redução da taxa básica de juros, entre outros, a taxa de inflação se posiciona em patamar inferior ao que seria observado caso não fosse considerado o supracitado efeito da crise internacional. (ATA DO COPOM. Brasília: Banco Central do Brasil, 161ª Reunião, agosto. 2011)

Nesta reunião, a autoridade monetária apresenta uma mudança de visão de mundo, com justificativas macroeconômicas não condizentes com a busca pelo cumprimento da meta, assim como apresenta novo modelo alterando suas ferramentas utilizadas para a análise do cenário.

⁵ Detalhes no apêndice 11.2.

Reunião 166 realizada em 18 de abril de 2012, na gestão de Alexandre Antônio Tombini, com decisão pela redução de 0,75% na taxa Selic (patamar de 9,00%). Choque expansionista:

O Banco Central foi mais cauteloso no parágrafo 35⁶ sobre cortes adicionais de juros, mas deu peso para atividade fraca e citou que observava inflação controlada. Esta reunião é um choque por conta de uma postura da autoridade monetária que indicava menor preocupação com a inflação e maior com a atividade, inclusive expressando isso por parte dos modelos de projeção, que apresentavam um descompasso com o esperado pelo mercado.

Notícias vinculadas na época indicavam incerteza sobre condução da política monetária, com mudanças de justificativas por parte da autoridade monetária ao longo do tempo para justificar suas reações como endógenas.

Esta ata foi vista como um ponto de mudança, dado que o Banco Central anteriormente indicava uma possível manutenção em 9%.

Reunião 169 realizada em 29 de agosto de 2012, na gestão de Alexandre Antônio Tombini, com decisão pela redução de 0,50% na taxa Selic (patamar de 7,50%). Choque expansionista:

O comitê decidiu por mais uma queda de 0,50% na Selic comentando que “se o cenário prospectivo vier a comportar um ajuste adicional nas condições monetárias, esse movimento deverá ser conduzido com máxima parcimônia.” (ATA DO COPOM. Brasília: Banco Central do Brasil, 169ª Reunião, agosto. 2012)

O Banco Central parecia ainda estar dando maior relevância para a atividade fraca e comentou agora sobre choques de alimentos e de oferta. A decisão é um choque pois mesmo após longo ciclo de restrição monetária e inflação projetada acima da meta, a autoridade monetária seguiu cortando juros, em um movimento em discordância com o que as variáveis endógenas apontavam.

A autoridade monetária acrescentou em parágrafo 25 a expressão "de forma não linear". Algo confuso, mas que foi interpretado como um Banco Central que quer ganhar graus de liberdade, alongando o horizonte da meta.

⁶ Detalhes no apêndice 12.1.

O Copom reafirma sua visão de que a inflação acumulada em doze meses, que começou a recuar no último trimestre do ano passado, tende a se deslocar na direção da trajetória de metas, de forma não linear. (ATA DO COPOM. Brasília: Banco Central do Brasil, 169ª Reunião, agosto. 2012)

Reunião 170 realizada em 10 de outubro de 2012, na gestão de Alexandre Antônio Tombini, com decisão pela redução de 0,25% na taxa Selic (patamar de 7,25%). Choque expansionista:

Em decisão dividida (três membros votaram pela manutenção da taxa), o Banco Central realizou uma redução da Selic em 0,25% sendo a última queda do ciclo vigente, pontuando que ficará por muito tempo parado, em uma comunicação mal elaborada, mantendo o termo "não linear" na escrita como havia feito na reunião anterior, algo interpretado como uma intenção pela flexibilidade para o cumprimento da meta.

O Comitê entende que a estabilidade das condições monetárias por um período de tempo suficientemente prolongado é a estratégia mais adequada para garantir a convergência da inflação para a meta, ainda que de forma não linear. (ATA DO COPOM. Brasília: Banco Central do Brasil, 170ª Reunião, outubro. 2012)

Existia entre analistas dúvidas se a autoridade monetária daria um corte residual ou manteria a Selic em 7,5%. Porém, antes da reunião um dos diretores deu declarações sobre uma atividade global menor que levaram o mercado a dar maior probabilidade para um corte de 0,25% do que anteriormente precificado.

Este corte é um choque pois, apesar de o cenário geral apresentar um crescimento baixo, a inflação estava elevada, inflação projetada acima da meta e comentários na imprensa da época indicavam que a decisão teve como foco a atividade por pressão política, em um abandono da meta de inflação.

Reunião 173 realizada em 06 de março de 2013, na gestão de Alexandre Antônio Tombini, com decisão pela manutenção da taxa Selic (patamar de 7,25%). Choque contracionista:

Esta reunião é um choque monetário pois, após o Banco Central ter se mantido inerte por tanto tempo, em um momento em que perspectivas para a inflação pioram e a autoridade

parecia não dar relevância para este fato endógeno, olhando mais para o crescimento (com influência política) do que para a inflação, nesta reunião, analisando a comunicação e opiniões da imprensa, o Banco Central parece ter mudado sua visão de mundo, não acreditando mais que a inflação irá convergir para a meta.

Analistas antes da reunião falavam sobre a autoridade monetária ter uma postura que indicava aparentemente uma visão em que se persegue o teto e não o centro da meta.

Copom tenta justificar não subir a Selic por conta do cenário de incerteza:

28. O Copom avalia que a maior dispersão recentemente observada de aumentos de preços ao consumidor, pressões sazonais e pressões localizadas no segmento de transportes, entre outros fatores, contribuem para que a inflação mostre resistência. Embora essa dinâmica desfavorável possa não representar um fenômeno temporário, mas uma eventual acomodação da inflação em patamar mais elevado, o Comitê pondera que incertezas remanescentes – de origem externa e interna – cercam o cenário prospectivo e recomendam que a política monetária deva ser administrada com cautela. (ATA DO COPOM. Brasília: Banco Central do Brasil, 173ª Reunião, março. 2013)

Reunião 183 realizada em 28 de maio de 2014, na gestão de Alexandre Antônio Tombini, com decisão pela manutenção da taxa Selic (patamar de 11,00%). Choque expansionista:

Banco Central observou inflação em nível elevado, mas com volatilidade nas projeções e incertezas sobre uma atividade econômica que vem desacelerando. Assim, justificou em parágrafo 27⁷ sua decisão comentando sobre a defasagem da política monetária.

Opiniões apresentadas na imprensa ponderaram que a pausa tem como pano de fundo as eleições e preocupação com impactos sobre a atividade econômica, algo exógeno dado o nível elevado de inflação e reajuste de preços que indicavam necessidade de elevação da Selic. A parada do ciclo de alta pareceu precoce, com muito viés para a atividade, política e menor atenção para a meta de inflação.

No parágrafo 27, foi retirada parte onde anteriormente o Copom falava sobre pressões para a inflação ocasionadas pela volatilidade cambial e demais desajustes da economia, assim como foi descrito no parágrafo 26 foi comentado sobre defasagem da política monetária e dinâmica de desaceleração da inflação:

⁷ Detalhes no apêndice 16.1.

26. O Copom pondera que a elevada variação dos índices de preços ao consumidor nos últimos doze meses contribui para que a inflação ainda mostre resistência. Concorrem para isso dois importantes processos de ajustes de preços relativos ora em curso na economia – realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais e realinhamento dos preços administrados em relação aos livres. O Comitê reconhece que esses ajustes de preços relativos têm impactos diretos sobre a inflação e reafirma sua visão de que a política monetária pode e deve conter os efeitos de segunda ordem deles decorrentes. A propósito, para combater essas e outras pressões inflacionárias, nos últimos doze meses as condições monetárias foram apertadas, mas o Comitê avalia que os efeitos da elevação da taxa Selic sobre a inflação, em parte, ainda estão por se materializar. Além disso, é plausível afirmar que, na presença de níveis de confiança relativamente modestos, os efeitos das ações de política monetária sobre a inflação tendem a ser potencializados. (ATA DO COPOM. Brasília: Banco Central do Brasil, 183ª Reunião, maio. 2014)

Reunião 194 realizada em 21 de outubro de 2015, na gestão de Alexandre Antônio Tombini, com decisão pela manutenção da taxa Selic (patamar de 14,25%). Choque expansionista:

O Banco Central indicou uma visão sobre atividade em deterioração como justificativa para a manutenção da Selic em 14,25%, mesmo observando inflação elevada. Além disso, e principal ponto para esta decisão, esta reunião é um choque dado que foi introduzida uma inovação, com a autoridade monetária alongando o horizonte de perseguição da meta, mencionando não mais o fim de ano, mas sim o "horizonte relevante" compreendendo entre 18 e 24 meses.

Classifiquei este movimento como expansionista pois entendo que o sentido de alongar o horizonte em momento de não cumprimento da meta foi uma sinalização de uma autoridade monetária menos comprometida com a perseguição da meta.

Reunião 196 realizada em 20 de janeiro de 2016, na gestão de Alexandre Antônio Tombini, com decisão pela manutenção da taxa Selic (patamar de 14,25%). Choque expansionista:

Reunião com grande falha de comunicação por parte do Banco Central e aparente alteração da condução da política monetária pela autoridade por conta de intervenção política.

Nas vésperas da reunião, em período de silêncio, Alexandre Tombini divulgou nota oficial pontuando preocupação com projeções de atividade, com clara relação as projeções do

FMI (Fundo Monetário Internacional) divulgadas na época. Isso gerou uma constatação de que a visão de mundo do Banco Central é mais inclinada a ser menos forte no combate à inflação por conta de efeitos da política monetária em atividade e surpreende boa parte dos analistas com manutenção de juros em um cenário onde as variáveis endógenas indicavam elevação (inflação corrente e prospectiva em alta), com inclusive dois membros do comitê votando por elevação.⁸

18. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$4,00/US\$ e da taxa Selic em 14,25% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, houve elevação da projeção para a inflação em relação ao valor considerado na reunião anterior, tanto para 2016 quanto para 2017, permanecendo acima da meta de 4,5% fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) em 2016 e ligeiramente acima em 2017. No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e de juros coletadas pelo Gerin com analistas de mercado, no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2016 também se elevou em relação ao valor considerado na reunião de novembro e permanece acima da meta para a inflação. Para 2017, a projeção do cenário de mercado reduziu-se em relação à considerada na última reunião, e encontra-se ligeiramente acima da meta de 4,5%. (ATA DO COPOM. Brasília: Banco Central do Brasil, 196ª Reunião, janeiro. 2016)

Reunião 203 realizada em 30 de novembro de 2016, na gestão de Ilan Goldfajn, com decisão pela redução de 0,25% da taxa Selic (patamar de 12,75%). Choque contracionista:

Após o início do ciclo de flexibilização monetária na reunião anterior, a melhora do cenário para inflação e a atividade mais fraca reforçaram a continuidade do ciclo.

O Banco Central usa cautela para justificar a não aceleração dos cortes e jornais pontuam que a incerteza sobre eleição nos EUA também influenciou a decisão da autoridade monetária, com possível eleição de Donald Trump (reverberando políticas expansionistas) levando a fuga de capital de emergentes e depreciação do real.⁹

Ponto relevante é o fato de que em suas projeções o Banco Central passou a mostrar IPCA mais benigno ao redor do centro da meta de 4,5%.

Reunião 214 realizada em 16 de maio de 2018, na gestão de Ilan Goldfajn, com decisão pela manutenção da taxa Selic (patamar de 6,50%). Choque contracionista:

⁸ Detalhes no apêndice 18.1.

⁹ Detalhes no apêndice 19.2.

Reunião é um choque monetário pois ocorreu uma mudança de posicionamento da autoridade monetária, onde o Banco Central apontou para uma recuperação da economia como arrefecendo e gradual, enquanto antes comunicava que observava que "o conjunto dos indicadores de atividade mostravam recuperação consistente da economia." (comunicado 214 Banco Central do Brasil).

Sobre o cenário externo a observação da autoridade monetária passa de mais favorável na reunião anterior para "desafiador e apresentou volatilidade" (COMUNICADO. Brasília: Banco Central do Brasil, 214ª Reunião, maio. 2018) nesta reunião.

Grande parte associados à normalização das taxas de juros em algumas economias avançadas, produziu ajustes nos mercados financeiros internacionais. (COMUNICADO. Brasília: Banco Central do Brasil, 214ª Reunião, maio. 2018).

Mostrou em seus modelos projeções de inflação abaixo das observadas na reunião passada em um cenário assumindo Selic em 6,25% para 2018 e 8,0% 2019. Inflação projetada passa de 3,8% para 3,6% em 2018 e de 4,1% para 3,9% em 2019.

Mesmo com estas observações sobre as variáveis endógenas, o Banco Central não realizou um ajuste adicional na Selic para 6,25%.

Além disso, na reunião anterior a autoridade monetária havia antecipado um novo ajuste para esta reunião com a frase em ata "O Copom decidiu, portanto, sinalizar que, para a próxima reunião, uma flexibilização monetária moderada adicional se mostra adequada sob a ótica atual." (ATA DO COPOM. Brasília: Banco Central do Brasil, 214ª Reunião, maio. 2018)

O BC parece ter deixado de reduzir a Selic avaliando impactos da depreciação cambial ocasionada pela piora externa, mudando sua visão de mundo por um fator externo.

Reunião 224 realizada em 31 de julho de 2019, na gestão de Roberto Oliveira Campos Neto, com decisão pela redução de 0,50% da taxa Selic (patamar de 6,00%). Choque expansionista:

Após longo período com Selic a 6%, o Banco Central demonstrou observar uma trajetória de juros estrutural para baixo por conta de reformas realizadas, assim como projeções de inflação também apresentaram viés de queda. Ainda que na margem as perspectivas para a atividade econômica estivessem melhores por conta de fatores locais e externos, na visão do

comitê a recuperação deveria se dar de forma gradual e com grande ociosidade. Grande pressão já estava sendo feita pelo mercado para a redução da taxa.

Esta reunião é um choque pois, mesmo que a autoridade monetária tenha antecipado que a aprovação da reforma da previdência poderia indicar um caminho mais benigno para a taxa de juros estrutural, isso não quer dizer que a taxa estrutural tenha mudado. Ainda, boa parte do mercado foi surpreendida, acreditando em um corte de 0,25%, mas foram entregues 0,50%.¹⁰

Reunião 232 realizada em 05 de agosto de 2020, na gestão de Roberto Oliveira Campos Neto, com decisão pela redução de 0,25% da taxa Selic (patamar de 2,00%). Choque expansionista:

Esta decisão é um choque pois, apesar de um ajuste adicional ser esperado (colocado como um ajuste "residual" pelo Banco Central na ata da reunião anterior), a autoridade monetária alterou sua visão de mundo a partir deste encontro, definindo 2% como juros a vigorar por mais tempo e acrescentando uma prescrição futura (*Forward Guidance*). A reação do mercado apontou para uma comunicação confusa sobre o *Forward Guidance*, algo que foi corrigido na ata com maior detalhamento da política.

Inclui o *Forward Guidance* acrescentando a seguinte frase:

Apesar de uma assimetria em seu balanço dos riscos, 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. (COMUNICADO. Brasília: Banco Central do Brasil, 232ª Reunião, agosto. 2020)

Reunião 237 realizada em 17 de março de 2021, na gestão de Roberto Oliveira Campos Neto, com decisão pela elevação de 0,75% da taxa Selic (patamar de 2,75%). Choque contracionista:

Após período de estímulo extraordinário em 2%, o comitê de política monetária elevou pela primeira vez a Selic em 0,75%, por unanimidade. Este movimento é um choque de juros

¹⁰ Detalhes no apêndice 21.1.

pois a dose de elevação aparenta ter sido além do esperado, uma reação elevada do Banco Central após manutenção de Selic baixa e com incertezas sobre a inflação e atividade, ainda sendo identificados riscos baixistas por conta da pandemia.

Na reunião anterior o Banco Central retirou o *Foreward Guidance* e não retirou o seguinte trecho da comunicação "O Comitê reitera que o fim do forward guidance não implica mecanicamente uma elevação da taxa de juros" (COMUNICADO. Brasília: Banco Central do Brasil, 236ª Reunião, março. 2021)

O próprio Banco Central define na ata desta reunião 237 o ajuste como mais "célere".

Reunião 242 realizada em 27 de outubro de 2021, na gestão de Roberto Oliveira Campos Neto, com decisão pela elevação de 1,50% da taxa Selic (patamar de 7,75%). Choque contracionista:

Nesta reunião a autoridade monetária alterou sua postura apresentando um tom mais agressivo, vendo maior desancoragem de inflação e acreditando em uma piora no balanço de riscos.

Observa a evolução da atividade como ligeiramente abaixo da esperada (mudando um tom positivo para atividade anteriormente apresentado) mas o balanço de riscos que demandava uma postura mais agressiva, elevando o ritmo de alta para 1,5% e informando mesma magnitude na próxima reunião, sendo que na reunião passada havia indicado elevação de 1% para esta, uma mudança de postura e observação do cenário macroeconômico característica de um choque monetária.

A classifiquei como choque se dá, pois, a elevação dos juros em 50% adicionais à decisão anterior, passando de uma alta de 1% para 1,5%, mostra uma mudança de observação da autoridade monetária em relação ao conjunto informacional da economia, vendo um fator novo, como maior descontrole fiscal, possivelmente afetando o controle macroeconômico como um todo.

Reunião 245 realizada em 13 de março de 2022, na gestão de Roberto Oliveira Campos Neto, com decisão pela elevação de 1,00% da taxa Selic (patamar de 11,75%). Choque contracionista:

O Banco Central elevou a taxa Selic como resposta ao balanço de riscos e inflação prospectiva, porém, olhando para a atividade analisou melhora no período recente e intensão de gerar impactos reduzidos na atividade. A elevação da Selic parece uma continuidade do processo de restrição monetária com efeitos adicionais em atividade de forma cadente.

Esta decisão tem ligação com choque de oferta adicional relacionado ao conflito entre Rússia e Ucrânia. Ela se caracteriza como um choque pois foi apresentado novo modelo baseado em preço de petróleo, uma mudança de observação do cenário por parte da autoridade monetária.

Modelo apresentado em comunicado:

Diante da volatilidade recente e do impacto sobre as projeções de inflação de sua hipótese usual para o preço do petróleo em USD**, o Comitê decidiu adotar também, neste momento, um cenário alternativo. Nesse cenário, considerado de maior probabilidade, adota-se a premissa na qual o preço do petróleo segue aproximadamente a curva futura de mercado até o fim de 2022, terminando o ano em US\$100/barril e passando a aumentar dois por cento ao ano a partir de janeiro de 2023. Nesse cenário, as projeções de inflação do Copom situam-se em 6,3% para 2022 e 3,1% para 2023. (COMUNICADO. Brasília: Banco Central do Brasil, 245ª Reunião, março. 2022)

Após a identificação dos choques descritos acima, será realizada uma análise quantitativa na busca de compreender principais impactos de um choque monetário em variáveis macroeconômicas.

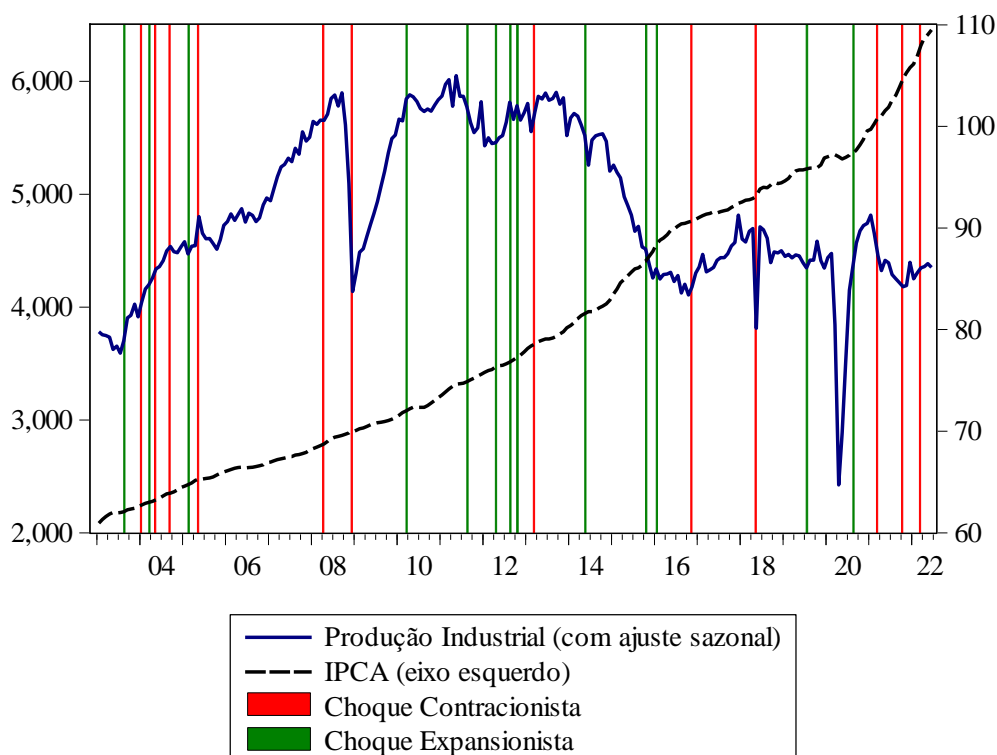
4. EFEITOS DE POLÍTICA MONETÁRIA SOBRE PRODUTO E INFLAÇÃO

4.1 ANÁLISE VISUAL

Abaixo, na figura 2, é apresentado um gráfico com o desenvolvimento ao longo do tempo para a Produção Industrial (com ajuste sazonal) e Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) calculados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), no intuito de uma primeira observação da dinâmica dos indicadores e pontos de choques monetários (uma análise visual).

Obter conclusões através da análise visual relacionadas é uma difícil tarefa, com alguma inflexão nas curvas em pontos específicos após choques, mas sem forte constatação da causalidade entre eventos a olho nu.

Figura 2.



Fonte: Elaborado pelo autor

4.2 PROJEÇÃO LOCAL

Será então estimado um modelo de projeção local, gerando uma função resposta ao impulso para compreender o impacto acumulado dos momentos em que foram identificadas alterações na taxa Selic influenciadas por fatores exógenas (classificados como candidatos a

choques monetários) e duração de seu efeito no produto, utilizando dados mensais da Produção Industrial (com ajuste sazonal) e Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) mensurados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Uma função resposta ao impulso foi gerada a partir da especificação apresentada em Ramey (2016) em referência a Jordà (2005), em que é desenvolvido o método de projeção local. A função resposta ao impulso é obtida através do coeficiente de múltiplas regressões realizadas, de acordo com a especificação abaixo:

$$y_{t+h} - y_{t-1} = \alpha_h + \beta_h i_t + \gamma_h X_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Sendo y_t logaritmo do IPCA ou a logaritmo da Produção Industrial com ajuste sazonal, i_t a taxa Selic em nível, com o uso da série de choques monetários identificados como instrumento. Foram incluídos os seguintes controles na regressão: $selic_{t-1}$; $selic_{t-2}$; $logPIM_{t-1}$; $logPIM_{t-2}$; $logIPCA_{t-1}$; $logIPCA_{t-2}$; $logFCI_{t-1}$; $logFCI_{t-2}$; $logER_{t-1}$; $logER_{t-2}$.

Onde,

FCI = Índice de condições financeiras com componentes de agregados monetários, inadimplência de empréstimos, taxas de juros de curto prazo, CDS e volatilidade da taxa de câmbio (BRL).¹¹

ER = Taxa de câmbio, moeda brasileira (BRL) contra uma cesta igualmente ponderada de moedas de países emergentes e exportadores de commodities, com os seguintes componentes: Rand da África do Sul; Dólar australiano; Dólar canadense; Dólar da Nova Zelândia; Rupia indonésia; Peso Chileno; Peso Colombiano; Peso Mexicano.¹²

Ferreira (2022) nos aponta que a inclusão de uma variável relacionada a câmbio (ER) visa capturar restrições externas ligadas ao país em estudo, com câmbio também possuindo importância como uma fonte geradora ou absorvedora de choques para a economia brasileira. Sobre condições financeiras (FCI), sua característica de guardar informações sobre condições de mercado reflete não apenas o atual estado da economia, como também as expectativas dos agentes sobre o estado futuro dela, sendo um indicador intimamente ligado aos ciclos de negócios e de política monetária.

¹¹ Ver metodologia e descrição de dados em FERREIRA NETO, Juliano (2022).

¹² Ver metodologia e descrição de dados em FERREIRA NETO, Juliano (2022).

Para o erro padrão ε_t foi incorporada uma correção para correlação serial de Newey-West (1987).

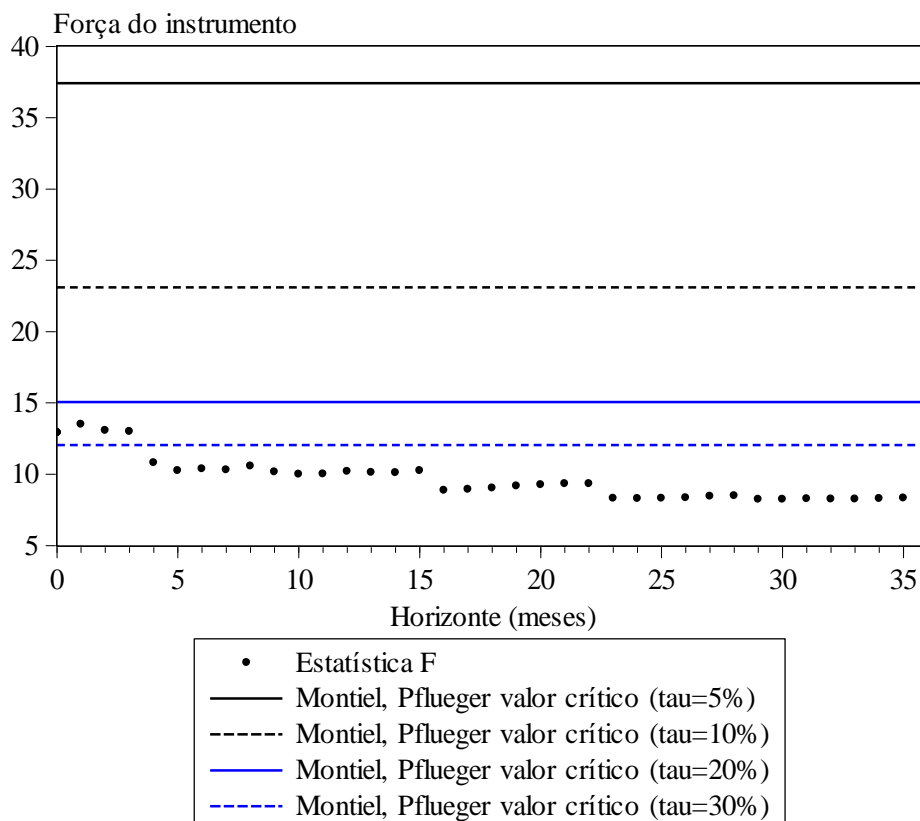
4.3 RELEVÂNCIA DO INSTRUMENTO

Como descrito na seção anterior, utilizamos como instrumento para a análise quantitativa a série dos choques identificados com base em uma abordagem narrativa. A força deste instrumento como variável exógena pode ser testada e utilizaremos o arcabouço desenvolvido por Montiel e Pflueger (2013) para compreender a força do instrumento.

São apresentados abaixo os testes F para as regressões realizadas de 1 a 36 períodos, sendo comparados com os valores críticos de Montiel e Pflueger (2013).

Algumas regressões apresentam valores da estatística F acima do limite de 30%, o que indica que a hipótese nula de que o instrumento é fraco é rejeitada com 30% de viés. Porém, para a maioria dos períodos existe maior dificuldade em rejeitar a hipótese nula de que o instrumento é fraco.

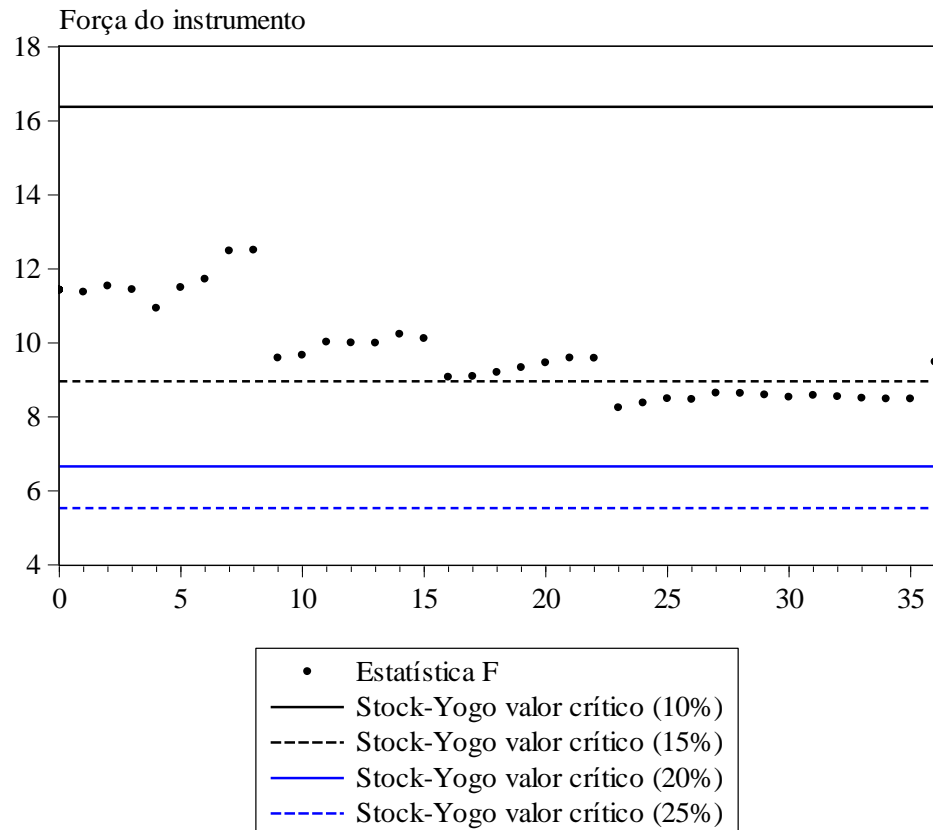
Figura 3.



Fonte: Elaborado pelo autor

De forma alternativa, utilizamos também o teste para força de instrumento desenvolvido por Stock e Yogo (2006).

Figura 4.



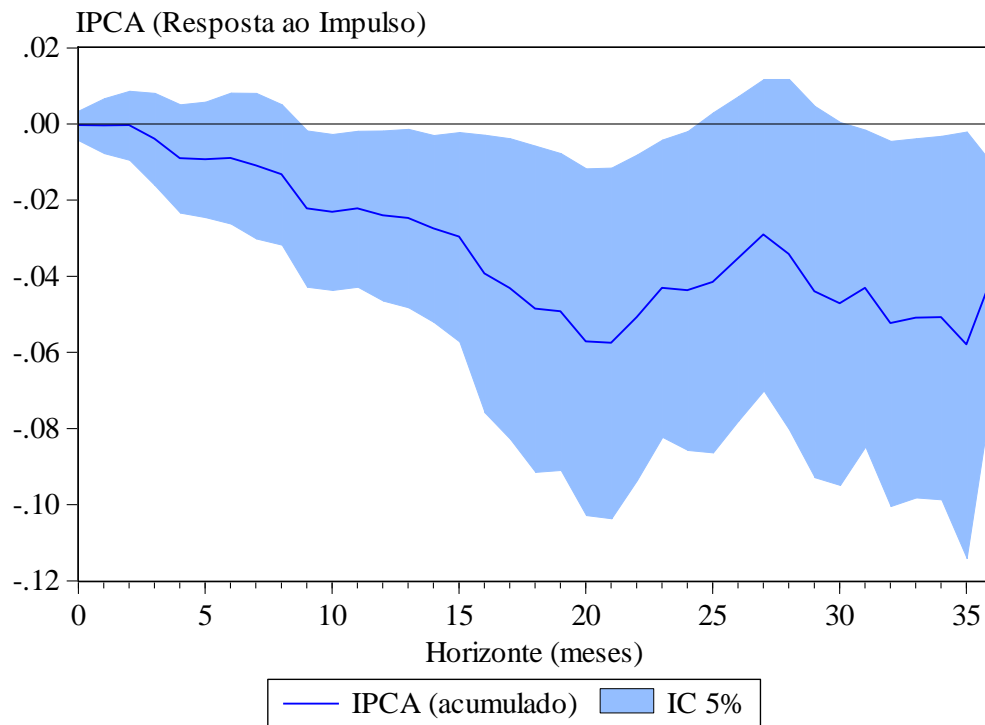
Fonte: Elaborado pelo autor

Utilizando Stock e Yogo (2006) identificamos maior força do instrumento, com valores da estatística F acima dos limites de 20% e 15%.

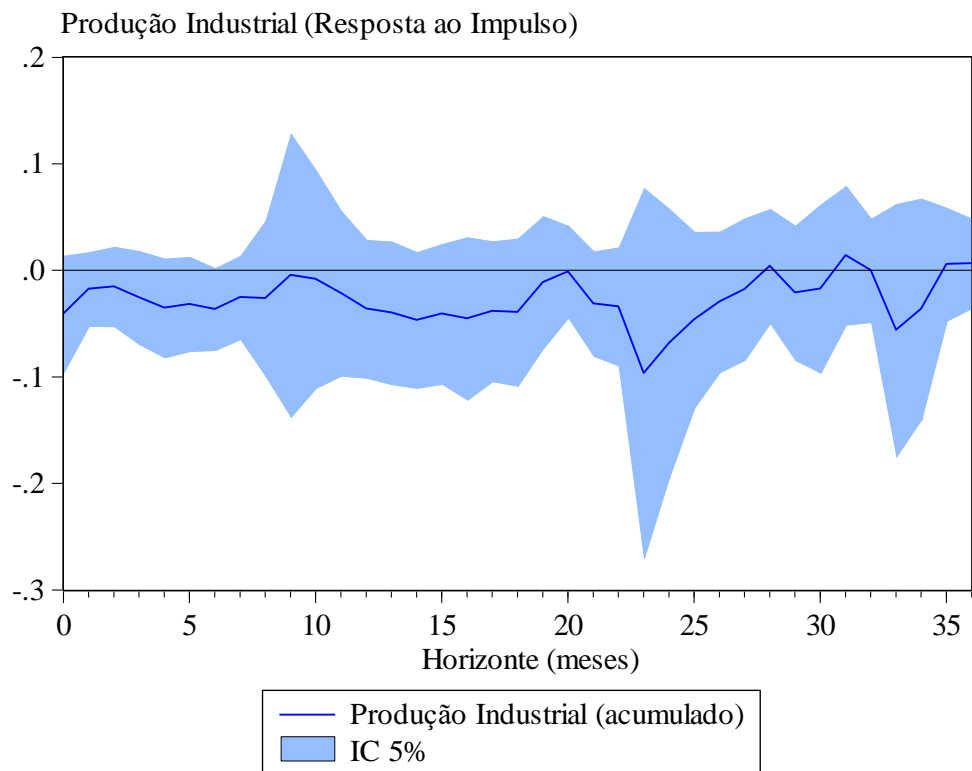
Para este estudo, é compreendida certa limitação para o instrumento, mas ainda seguiremos com a sua utilização.

4.4 RESPOSTA AO IMPULSO PARA PRODUTO E INFLAÇÃO

Abaixo, em figuras 5 e 6 encontramos resultados para efeitos acumulados de funções resposta ao impulso obtidas para choque de 1,0% na Selic. Os resultados apontam para um efeito acumulado de -4,0% de IPCA em 36 meses após um choque contracionista de 1,0% na Selic, com -5,7% de efeito acumulado em 21 meses. Para o produto (Produção Industrial com ajuste sazonal) temos um vale de -9,6% acumulados em 23 meses, terminando 36 meses ao redor de zero (0,68%).

Figura 5.

Fonte: Elaborado pelo autor

Figura 6.

Fonte: Elaborado pelo autor

Abaixo representação em tabela:

Tabela 2.

Meses	Resposta ao Impulso (acumulado)	IPCA	
		+1,96 desvios-padrões	-1,96 desvios-padrões
0	-0,0003	0,0036	-0,0042
1	-0,0004	0,0068	-0,0076
2	-0,0003	0,0088	-0,0094
3	-0,0039	0,0082	-0,0160
4	-0,0090	0,0052	-0,0232
5	-0,0092	0,0060	-0,0244
6	-0,0089	0,0083	-0,0260
7	-0,0109	0,0083	-0,0300
8	-0,0132	0,0053	-0,0316
9	-0,0221	-0,0016	-0,0427
10	-0,0230	-0,0025	-0,0436
11	-0,0222	-0,0017	-0,0426
12	-0,0240	-0,0017	-0,0463
13	-0,0246	-0,0012	-0,0481
14	-0,0274	-0,0028	-0,0520
15	-0,0296	-0,0020	-0,0571
16	-0,0392	-0,0027	-0,0757
17	-0,0431	-0,0036	-0,0826
18	-0,0485	-0,0056	-0,0913
19	-0,0492	-0,0076	-0,0908
20	-0,0571	-0,0116	-0,1026
21	-0,0574	-0,0114	-0,1035
22	-0,0507	-0,0079	-0,0935
23	-0,0431	-0,0040	-0,0821
24	-0,0437	-0,0018	-0,0856
25	-0,0415	0,0032	-0,0862
26	-0,0352	0,0074	-0,0779
27	-0,0290	0,0119	-0,0699
28	-0,0341	0,0119	-0,0801
29	-0,0439	0,0048	-0,0927
30	-0,0471	0,0006	-0,0947
31	-0,0430	-0,0014	-0,0847
32	-0,0523	-0,0044	-0,1003
33	-0,0508	-0,0036	-0,0980
34	-0,0508	-0,0030	-0,0985
35	-0,0579	-0,0019	-0,1139
36	-0,0402	-0,0699	-0,0104

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 3.

Meses	Produção Industrial		
	Resposta ao Impulso (acumulado)	+1,96 desvios-padrões	-1,96 desvios-padrões
0	-0,0405	0,0141	-0,0950
1	-0,0172	0,0174	-0,0517
2	-0,0149	0,0224	-0,0522
3	-0,0253	0,0184	-0,0690
4	-0,0350	0,0113	-0,0814
5	-0,0314	0,0128	-0,0757
6	-0,0361	0,0023	-0,0746
7	-0,0250	0,0142	-0,0642
8	-0,0259	0,0469	-0,0988
9	-0,0043	0,1284	-0,1370
10	-0,0078	0,0943	-0,1100
11	-0,0213	0,0560	-0,0986
12	-0,0358	0,0289	-0,1005
13	-0,0396	0,0275	-0,1066
14	-0,0464	0,0173	-0,1100
15	-0,0406	0,0252	-0,1063
16	-0,0450	0,0313	-0,1212
17	-0,0381	0,0276	-0,1038
18	-0,0390	0,0302	-0,1081
19	-0,0109	0,0511	-0,0728
20	-0,0010	0,0421	-0,0440
21	-0,0310	0,0181	-0,0801
22	-0,0336	0,0218	-0,0891
23	-0,0962	0,0775	-0,2699
24	-0,0680	0,0579	-0,1938
25	-0,0460	0,0364	-0,1285
26	-0,0293	0,0366	-0,0952
27	-0,0174	0,0491	-0,0839
28	0,0044	0,0580	-0,0492
29	-0,0208	0,0422	-0,0837
30	-0,0168	0,0621	-0,0958
31	0,0144	0,0794	-0,0506
32	0,0004	0,0490	-0,0482
33	-0,0558	0,0626	-0,1742
34	-0,0360	0,0677	-0,1397
35	0,0060	0,0589	-0,0470
36	0,0068	0,0486	-0,0351

Fonte: Elaborado pelo autor

Por fim, conseguimos constatar que o presente estudo apresenta algumas diferenças em relação à estudos anteriormente feitos para o Brasil.¹³

Omoto (2006) analisa choques de política monetária sobre o nível de atividade econômica e sobre os preços durante o período entre 1996 e 2005, encontrando que um choque restritivo de política monetária tem afetado muito mais o nível de produção do que os preços da economia. A resposta negativa (redução) da produção inicia logo após o aumento da taxa de juros sendo que, o efeito máximo ocorre aproximadamente 15 meses após o choque. Sobre inflação, Omoto (2006) encontra que os preços respondem muito pouco aos choques monetários, situação diferente do presente estudo.

Costa Filho (2016) também realiza análise com construção de um conjunto de choques inspirada na metodologia de Romer e Romer (2004). De posse das medidas de previsões do Banco Central do Brasil e uma série de choque na curva de juros, foram estimados VARs (Vetores Autorregressivos), e analisados os efeitos na inflação e no produto. Segundo o estudo “Encontra-se que um choque padronizado de política monetária reduz o PIB real em até 0,5%.” (p. 322). Sobre preços é encontrado um “*Price Puzzle*” nos modelos estimados.

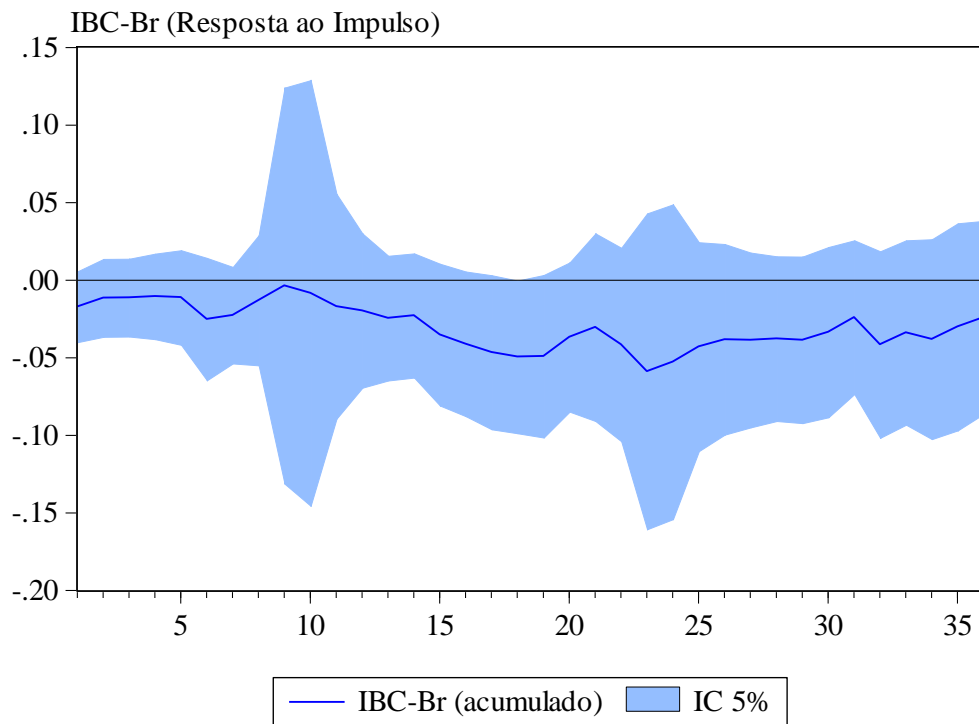
4.5 ROBUSTEZ

Por fim, com o objetivo de realizar uma análise de robustez, a metodologia apresentada foi utilizada para o cálculo da função resposta ao impulso para os índices de atividade IBC-Br com ajuste sazonal (calculado pelo Banco Central do Brasil) e para inflação utilizamos o IGP-M (Índice Geral de Preços do Mercado, calculado pela Fundação Getúlio Vargas).

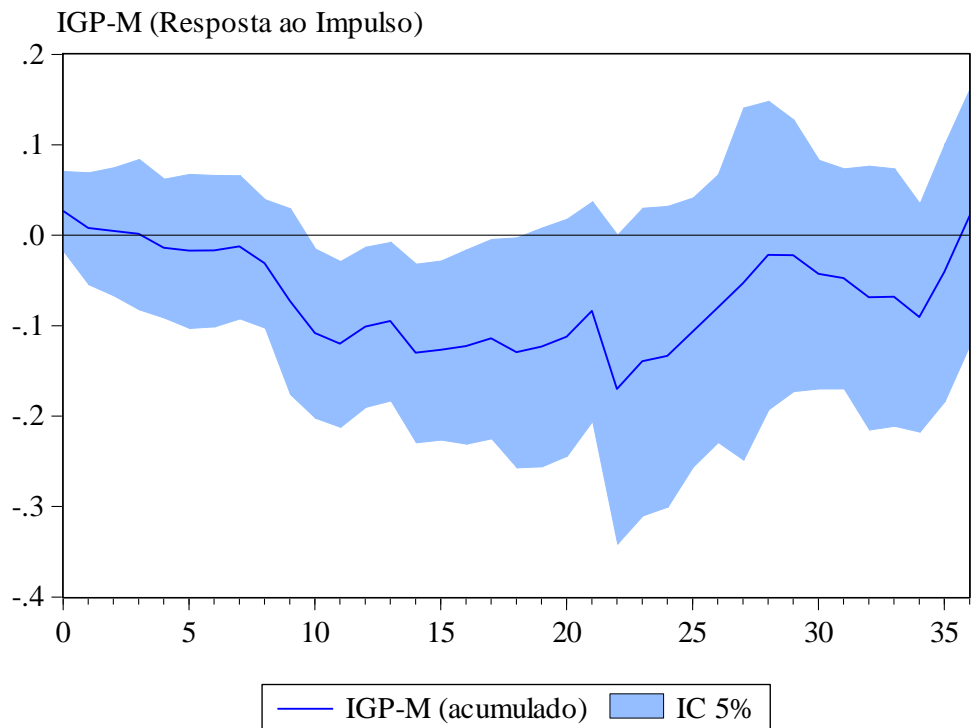
Os resultados apontam magnitudes diferentes para as respostas ao impulso, algo natural por se tratar de indicadores diferentes, mas dinâmica parecida, com atividade e inflação em queda após uma elevação de 1,0% na taxa Selic.

Em resumo, os resultados apontam para um efeito acumulado de -5,9% de IBC-Br em 23 meses após um choque contracionista de 1,0% na Selic (-9,6% acumulados em 23 meses para Produção Industrial) e para o IGP-M o efeito máximo acumulado é de -17,0% em 22 meses após o choque (-5,7% acumulados em 21 meses para o IPCA).

¹³ Estudos já apresentados anteriormente na introdução deste trabalho.

Figura 7.

Fonte: Elaborado pelo autor

Figura 8.

Fonte: Elaborado pelo autor

Abaixo representação em tabela:

Tabela 4.

Meses	Resposta ao Impulso (acumulado)	IBC-Br	
		+1,96 desvios-padrões	-1,96 desvios-padrões
0	-0,0209	0,0024	-0,0442
1	-0,0169	0,0060	-0,0397
2	-0,0112	0,0138	-0,0363
3	-0,0111	0,0140	-0,0362
4	-0,0103	0,0173	-0,0379
5	-0,0109	0,0196	-0,0415
6	-0,0250	0,0145	-0,0644
7	-0,0224	0,0088	-0,0535
8	-0,0128	0,0291	-0,0547
9	-0,0034	0,1242	-0,1311
10	-0,0081	0,1290	-0,1453
11	-0,0167	0,0558	-0,0891
12	-0,0194	0,0304	-0,0692
13	-0,0243	0,0158	-0,0645
14	-0,0226	0,0174	-0,0626
15	-0,0350	0,0107	-0,0807
16	-0,0409	0,0057	-0,0875
17	-0,0463	0,0033	-0,0959
18	-0,0493	0,0000	-0,0986
19	-0,0489	0,0035	-0,1013
20	-0,0366	0,0116	-0,0847
21	-0,0301	0,0304	-0,0906
22	-0,0413	0,0210	-0,1037
23	-0,0586	0,0431	-0,1604
24	-0,0525	0,0490	-0,1539
25	-0,0427	0,0246	-0,1100
26	-0,0380	0,0234	-0,0995
27	-0,0384	0,0180	-0,0947
28	-0,0376	0,0155	-0,0907
29	-0,0383	0,0154	-0,0921
30	-0,0333	0,0216	-0,0883
31	-0,0237	0,0258	-0,0733
32	-0,0413	0,0189	-0,1015
33	-0,0335	0,0259	-0,0930
34	-0,0379	0,0265	-0,1023
35	-0,0299	0,0369	-0,0967
36	-0,0238	0,0384	-0,0859

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 5.

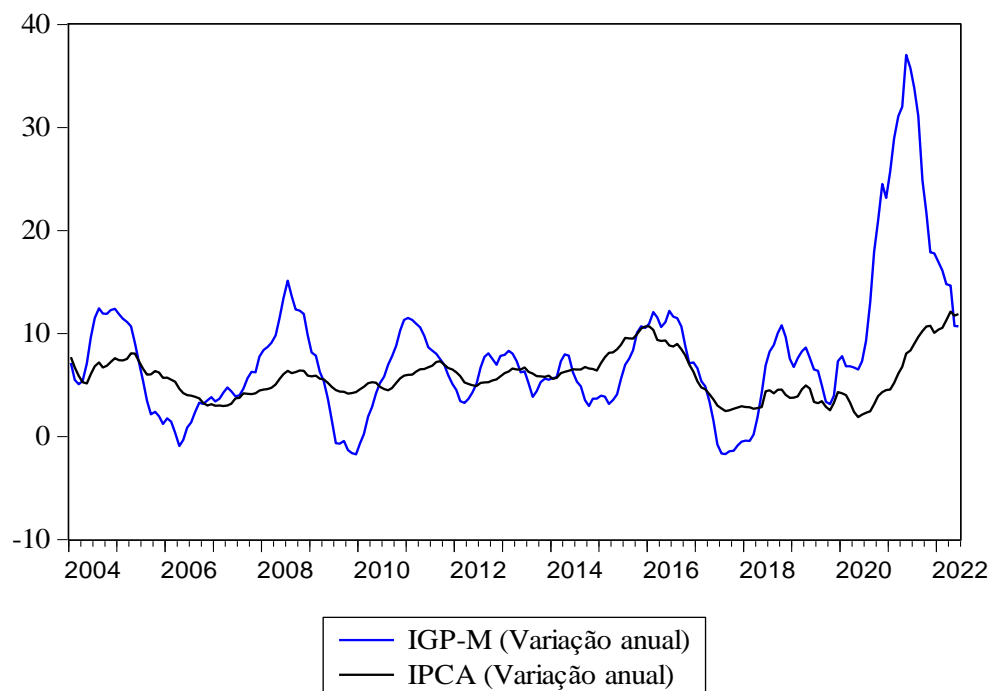
Meses	Resposta ao Impulso (acumulado)	IGP-M	
		+1,96 desvios-padrões	-1,96 desvios-padrões
0	0,0269	0,0713	-0,0174
1	0,0081	0,0699	-0,0538
2	0,0047	0,0756	-0,0663
3	0,0016	0,0846	-0,0815
4	-0,0139	0,0628	-0,0907
5	-0,0170	0,0682	-0,1021
6	-0,0167	0,0669	-0,1004
7	-0,0124	0,0668	-0,0916
8	-0,0309	0,0400	-0,1019
9	-0,0726	0,0301	-0,1753
10	-0,1080	-0,0145	-0,2015
11	-0,1199	-0,0282	-0,2116
12	-0,1009	-0,0123	-0,1895
13	-0,0947	-0,0071	-0,1824
14	-0,1300	-0,0313	-0,2287
15	-0,1267	-0,0277	-0,2256
16	-0,1226	-0,0152	-0,2300
17	-0,1139	-0,0037	-0,2242
18	-0,1292	-0,0020	-0,2564
19	-0,1232	0,0088	-0,2552
20	-0,1123	0,0187	-0,2433
21	-0,0837	0,0378	-0,2051
22	-0,1699	0,0010	-0,3408
23	-0,1394	0,0307	-0,3094
24	-0,1335	0,0327	-0,2997
25	-0,1067	0,0421	-0,2556
26	-0,0801	0,0679	-0,2282
27	-0,0531	0,1416	-0,2477
28	-0,0217	0,1487	-0,1922
29	-0,0220	0,1283	-0,1722
30	-0,0427	0,0838	-0,1692
31	-0,0474	0,0744	-0,1691
32	-0,0687	0,0772	-0,2146
33	-0,0680	0,0743	-0,2103
34	-0,0906	0,0356	-0,2167
35	-0,0406	0,1016	-0,1828
36	0,0216	0,1634	-0,1202

Fonte: Elaborado pelo autor

Especificamente para o IGP-M vale notar que o comportamento do índice em comparação ao IPCA pode indicar uma explicação para magnitude mais elevada da resposta ao impulso observada.

Abaixo a figura 10 apresenta o IPCA e IGP-M em variação anual.

Figura 10.



Fonte: Elaborado pelo autor

5. CONCLUSÕES

O presente estudo tem como principal contribuição elevar o estoque de conhecimento sobre efeitos de política monetária no produto e inflação no Brasil, utilizando uma abordagem narrativa. Ainda, a base de dados formulada ao longo do trabalho será útil para diversos estudos posteriores.

Foram analisadas 166 decisões do Banco Central do Brasil, englobando o calendário de janeiro de 2003 até março de 2022, sendo identificados 12 choques contracionistas e 13 choques expansionistas, totalizando 25.

Os resultados apontam para um efeito acumulado de -4,0% de IPCA em 36 meses após um choque contracionista de 1,0% na taxa Selic, com -5,7% de efeito acumulado em 21 meses. Para o produto (Produção Industrial com ajuste sazonal) temos um vale de -9,6% acumulados em 23 meses, terminando 36 meses ao redor de zero (0,68%).

Estudos realizados nos Estados Unidos também apontam para fortes efeitos de choques monetários na atividade. Em Romer e Romer (1989), que também utilizam abordagem narrativa, é encontrado fraco efeito nos primeiros quatro meses após o choque e em seguida o produto cai drasticamente, com efeito máximo em 33 meses quando o nível da Produção Industrial é aproximadamente 12% abaixo do que em um cenário sem choque. Em Romer e Romer (2004) o efeito máximo encontrado é de -4,3% na Produção Industrial em 24 meses, com início dos impactos sendo observado após 5 meses em relação a um choque de 1,0%.

No Brasil, Omoto (2006), replicando Romer e Romer (2004), encontra que os preços respondem muito pouco aos choques monetários, com efeito máximo sobre a produção ocorrendo aproximadamente 15 meses após o choque. Costa Filho (2016) também realiza análise com construção de um conjunto de choques inspirada na metodologia de Romer e Romer (2004) e segundo o estudo “Em resposta às medidas de choques de política monetária, o PIB real diminui, com impacto máximo de 0,5% até o quinto mês após o choque.” (p. 322).¹⁴ Sobre preços é encontrado um “*Price Puzzle*” nos modelos estimados.

Portanto, em contraste com demais estudos realizados sobre o tema para o Brasil (que são de conhecimento do presente estudo), o presente trabalho apresenta resultados consistentes com o esperado para atividade e inflação, indicando fortes efeitos de uma movimentação com base em fatores exógenos, enquanto demais estudos apresentam fraca resposta dos preços.

¹⁴ Foram apresentados os efeitos não acumulados para Costa Filho (2016).

REFERÊNCIAS

- AMIR-AHMADI, Pooyan; UHLIG, Harald. **Sign Restrictions in Bayesian FAVARs with an Application to Monetary Policy Shocks**. Cambridge, MA: NBER, Nov. 2015. NBER Working paper No. 21738.
- BACHMANN, Ruediger; GÖDL-HANISCH, Isabel; SIMS, Eric R. **Identifying Monetary Policy Shocks Using the Central Bank's Information Set**. Cambridge, MA: NBER, Dec. 2021. NBER Working Paper No. 29572.
- BAGLIANO, Fabio C.; FAVERO, Carlo A. Information from Financial Markets and VAR Measures of Monetary Policy. **European Economic Review**, v. 43, n. 4–6, p. 825–37, 1999.
- BERNANKE, Ben S. Alternative explanations of the money-income correlation. **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, v. 25, p. 49–99, 1986.
- BERNANKE, Ben S.; BOIVIN, J.; ELIASZ, P. Measuring the Effects of Monetary Policy: A Factor Augmented Vector Autoregressive (FAVAR) Approach. **The Quarterly Journal of Economics**, n.120, p.387-422, 2005.
- BLANCHARD, Olivier; WATSON, Mark W. Are All Business Cycles Alike? *In*: GORDON, Robert J. (Ed.). **The American Business Cycle: Continuity and Change**. Chicago: Chicago University Press, 1986. Chapter 2.
- CABRAL, Rodolfo Arruda. **Os impactos da comunicação do Banco Central no mercado brasileiro: o choque de notícias**. 2014. Dissertação (Mestrado em Economia) - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2014.
- COCHRANE, John; PIAZZESI, Monika. The Fed and Interest Rates - A High-Frequency Identification. **American Economic Review**, v.92, n.2, p. 90-95, 2002.
- COSTA FILHO, Adonias Evaristo da. Monetary policy in Brazil: Evidence from new measures of monetary shocks. **Estudos Econômicos**, v. 47, p. 295-328, 2017.
- CHRISTIANO, L. J.; EICHENBAUM, M.; EVANS, C. L. Monetary policy shocks: What have we learned and to what end? *In*: TAYLOR, J. B.; WOODFORD, M. (Eds.). **Handbook of Macroeconomics**. Amsterdã: Elsevier, 1999. vol. 1, 2. p. 65 – 148.
- FAUST, Jon; SWANSON, Eric T.; WRIGHT, Jonathan H. Identifying VARS based on high frequency futures data. **Journal of Monetary Economics**, v. 51, n. 6, p. 1107–1113, 2004.
- FERREIRA NETO, Juliano. **Efeitos de Política Monetária no Brasil: uma abordagem de alta frequência**. Dissertação (Mestrado em Economia) – Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, 2022.
- FRIEDMAN, M.; SCHWARTZ, A. J. **A Monetary History of the United States: 1867-1960**.: Princeton University Press, 1963.
- GERTLER, Mark; KARADI, Peter. Monetary Policy Surprises, Credit Costs, and Economic Activity. **American Economic Journal: Macroeconomics**, v.7, n.1, p. 44–76, 2015.

GÜRKAYNAK, Refet S.; SACK, Brian; SWANSON, Eric. The Sensitivity of Long-Term Interest Rates to Economic News: Evidence and Implications for Macroeconomic Models. **American Economic Review**, v. 95, n. 1, p. 425-436, 2005.

JORDÀ, Òscar. Estimation and Interference of Impulse Responses by Local Projections. **American Economic Review**, v. 95, n. 1, p. 161-82, 2005.

KUTTNER, Kenneth N. Monetary policy surprises and interest rates: Evidence from the Fed funds futures market. **Journal of Monetary Economics**, v. 47, n. 3, p. 523-544, 2001.

MINELLA, André. Monetary Policy and Inflation in Brazil (1975-2000): A VAR Estimation. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v.57, n.3, p. 605-635, set. 2003.

MONTIEL, José Luis; PFLUEGER, Carolin. A Robust Test for Weak Instruments. **Journal of Business & Economic Statistics**, v. 31, n. 3, p. 358-369, 2013.

NAKAMURA, Emi; STEINSSON, Jón. **High Frequency Identification of Monetary Non-Neutrality**. Cambridge, MA: NBER, 2018 [2013]. NBER Working paper No 19260.

NEWBY, Whitney K.; KENNETH, D. West. A simple, positive semi-definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix. **Econometrica**, v.55, n. 3, p. 703-708, 1987.

OMOTO, Kátia Harumi. **Os efeitos dos choques de política monetária sobre a atividade econômica e os preços no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Economia) - Universidade Estadual de Maringá, Maringá, 2016.

PIAZZESI, Monika; Eric T. SWANSON. Futures prices as risk-adjusted forecasts of monetary policy. **Journal of Monetary Economics**, v. 55, n. 4, p. 677-691, 2008.

RAMEY, V. A. Macroeconomic shocks and their propagation. **Handbook of Macroeconomics**, n.2, p.71-162, 2016.

ROMER, C.; ROMER, D. H. Does Monetary Policy Matter? A New Test in the Spirit of Friedman and Schwartz. In: BLANCHARD, O. J.; FISCHER, S. (Eds.). **NBER Macroeconomics Annual**. Cambridge, MA: MIT Press, 1989. Vol. 4. , p. 121-184.

ROMER, C. D.; ROMER, D. H. Monetary Policy Matters. **Journal of Monetary Economics**, , v.34, n.1, p. 75-88, 1994.

ROMER, C. D.; ROMER, D. H. A new measure of monetary shocks: Derivation and implications. **American Economic Review**, v.94, n.4, p.1055-1084, 2004.

ROMER, C. D.; ROMER, D. H. The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks. **American Economic Review**, , n.100, p.763-801, 2010.

ROSA, C.; VERGA, G. On the Consistency and Effectiveness of Central Bank Communication: Evidence from the ECB. **European Journal of Political Economy**, , n.23, p.146-175, 2007.

SIMS, Christopher A. Macroeconomics and Reality. **Econometrica**, local, n.48, p. 1-48, 1980.

STOCK, James H.; Yogo, Motohiro. **Testing for Weak Instruments in Linear IV Regression**. Harvard University, 2001.

STOCK, James H.; WATSON, Mark W. Forecasting Using Principal Components From a Large Number of Predictors. **Journal of the American Statistical Association**, v. 97, n. 460, p. 1167-1179, 2002.

STOCK, James H.; WATSON, Mark W. **What's New in Econometrics–Time Series**. Lecture 7: Structural VARs. NBER Summer Institute Minicourse, 2008. Disponível em: <https://www.nber.org/lecture/summer-institute-2008-methods-lectures-whats-new-econometrics-time-series> Acesso em: 2022.

STOCK, James H.; WATSON, Mark W. Disentangling the Channels of the 2007–09 Recession. **Brookings Papers on Economic Activity**, Princeton, p. 81-156, 2012.

VIEIRA, Ricardo da Cruz Gouveia; GONÇALVES, Carlos Eduardo Soares. Um estudo sobre os impactos da surpresa da política monetária na atividade econômica brasileira. **Economia Aplicada**, v.12, n. 2, 2008.

Matérias de jornal:

Apêndice 1

ECONOMISTAS esperam redução de 2 pontos nos juros. *Estadão*, São Paulo, 1 de agosto de 2003. (Economia & Negócios) Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,economistas-esperam-reducao-de-2-pontos-nos-juros,20030817p20808> Acesso em: 2022.

PRÓXIMAS quedas da Selic serão menores, prevê Langoni. *Estadão*, São Paulo, 21 de agosto de 2003 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,proximas-quedas-da-selic-serao-menores-preve-langoni,20030821p20947> Acesso em: 2022.

FMI faz comentários favoráveis sobre queda dos juros. *Estadão*, São Paulo, 21 de agosto de 2003 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,fmi-faz-comentarios-favoraveis-sobre-queda-dos-juros,20030821p20976> Acesso em: 2022.

FRAGA elogia Meirelles e volta a defender autonomia do BC. *Estadão*, São Paulo, 26 de agosto de 2003 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,fraga-elogia-meirelles-e-volta-a-defender-autonomia-do-bc,20030826p21060> Acesso em: 2022.

Apêndice 2

MERCADO aumenta previsão sobre inflação , mostra pesquisa do BC. *Estadão*, São Paulo, 12 de janeiro de 2004 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,mercado-aumenta-previsao-sobre-inflacao-mostra-pesquisa-do-bc,20040112p17185> Acesso em: 2022.

MAIORIA dos analistas espera corte de 0,5 ponto na taxa Selic. *Estadão*, São Paulo, 21 de janeiro, de 2004 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,maioria-dos-analistas-espera-corte-de-0-5-ponto-na-taxa-selic,20040121p17393> Acesso em: 2022.

TEMOS da inflação fez Copom manter juros, explica a ata. *Estadão*, São Paulo, 29 de janeiro de 2004 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,temor-da-inflacao-fez-copom-manter-juros-explica-a-ata,20040129p17549> Acesso em: 2022.

NÃO há sinais de arrefecimento da inflação, diz ata do Copom. *Estadão*, São Paulo, 29 de janeiro de 2004 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,nao-ha-sinais-de-arrefecimento-da-inflacao-diz-ata-do-copom,20040129p17555> Acesso em: 2022.

MEIRELLES diz que função do BC não é agradar o mercado. *Estadão*, São Paulo, 30 de janeiro de 2004 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,meirelles-diz-que-funcao-do-bc-nao-e-agradar-o-mercado,20040130p17589> Acesso em: 2022.

Apêndice 3

MERCADO crê na manutenção dos juros, mostra pesquisa BC. *Estadão*, São Paulo, 15 de março, de 2004 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,mercado-cre-na-manutencao-dos-juros-mostra-pesquisa-bc,20040315p18526> Acesso em: 2022.

ECONOMISTA não crê em queda da Selic no próximo Copom. *Estadão*, São Paulo, 04 de março de 2004 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,economista-nao-cre-em-queda-da-selic-no-proximo-copom,20040304p18296> Acesso em: 2022.

BC buscará o centro da meta da inflação, diz Meirelles. *Estadão*, São Paulo, 19 de março de 2004 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bc-buscara-o-centro-da-meta-de-inflacao-diz-meirelles,20040319p18667> Acesso em: 2022.

REDUÇÃO do risco de inflação explica baixa no juro, diz Copom. *Estadão*, São Paulo, 25 de março de 2004 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,reducao-do-risco-de-inflacao-explica-baixa-no-juro-diz-copom,20040325p18803> Acesso em: 2022.

NÃO há constrangimento em corte da Selic, afirma Meirelles. *Estadão*, São Paulo, 25 de março de 2004 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,nao-ha-constrangimento-em-corte-da-selic-afirma-meirelles,20040325p18784> Acesso em: 2022.

Apêndice 4

ECONOMISTA não vê motivo para BC interromper corte de juros. *Estadão*, São Paulo, 10 de maio, 2004 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,economista-nao-ve-motivo-para-bc-interromper-corte-dos-juros,20040510p19820> Acesso em: 2022.

ONDA especulativa vai perder o fôlego, prevê economista. *Estadão*, São Paulo, 11 de maio de 2004 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,onda-especulativa-vai-perder-o-folego-preve-economista,20040511p19857> Acesso em: 2022.

SELIC não deve cair, prevê Rosenberg. *Estadão*, São Paulo, 19 de maio de 2004 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,selic-nao-deve-cair-preve-rosenberg,20040519p20055> Acesso em: 2022.

TURBULÊNCIA nos mercados faz BC interromper queda de juros. *Estadão*, São Paulo, 19 de maio de 2004 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,turbulencia-nos-mercados-faz-bc-interromper-queda-do-juros,20040519p20049> Acesso em: 2022.

CENÁRIO externo justificou manutenção dos jogos, diz Copom. *Estadão*, São Paulo, 27 de maio de 2004 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,cenario-externo-justificou-manutencao-dos-juros-diz-copom,20040527p20255> Acesso em: 2022.

Apêndice 5

MERCADO prevê Selic estável em setembro e maior em outubro. *Estadão*, São Paulo, 13 de setembro de 2004 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,mercado-preve-selic-estavel-em-setembro-e-maior-em-outubro,20040913p22426> Acesso em: 2022.

LANGONI elogia alta da Selic. *Estadão*, São Paulo, 17 de setembro de 2004 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,langoni-elogia-alta-da-selic,20040917p22529> Acesso em: 2022.

ANALISTAS esperam Selic maior em outubro e no final de 2004. *Estadão*, São Paulo, 20 de setembro de 2004 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,analistas-esperam-selic-maior-em-outubro-e-no-final-de-2004,20040920p22569> Acesso em: 2022.

BC será menos tolerante com choques que comprometem inflação. *Estadão*, São Paulo, 23 de setembro de 2004 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bc-sera-menos-tolerante-com-choques-que-comprometam-inflacao,20040923p22669> Acesso em: 2022.

MEIRELLES esclarece medidas do Banco Central. *Estadão*, São Paulo, 24 de setembro de 2004 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,meirelles-esclarece-medidas-do-banco-central,20040924p22700> Acesso em: 2022.

Apêndice 6

JURO deve subir para 18,75 em fevereiro, diz pesquisa do BC. *Estadão*, São Paulo, 09 de fevereiro de 2005 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,juro-deve-subir-para-18-75-em-fevereiro-diz-pesquisa-do-bc,20050209p6288> Acesso em: 2022.

MEIRELLES fala que decisão sobre juro e reação a preços futuros. *Estadão*, São Paulo, 14 de fevereiro de 2005 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,meirelles-fala-que-decisao-sobre-juro-e-reacao-a-precos-futuros,20050214p6337> Acesso em: 2022.

SELIC vai a 18,75 prevê economista do ING. *Estadão*, São Paulo, 16 de fevereiro de 2005 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,selic-vai-a-18-75-preve-economista-do-ing,20050216p6371> Acesso em: 2022.

MERCADO espera mais um aumento de juros e depois estabilidade. *Estadão*, São Paulo, 24 de fevereiro de 2005 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,mercado-espera-mais-um-aumento-de-juros-e-depois-estabilidade,20050224p6474> Acesso em: 2022.

SELIC subirá em março, mas previsão de inflação cai, aponta BC. *Estadão*, São Paulo, 28 de fevereiro de 2005 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,selic-subira-em-marco-mas-previsao-de-inflacao-cai-aponta-bc,20050228p6509> Acesso em: 2022.

BC muda de tom e deixa mercado eufórico. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 25 de fevereiro de 2005 (Mercado). Disponível em:

<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi2502200502.htm> Acesso em: 2022.

SOUZA, Leonardo. Copom vê “cenário benigno”, mas juro deve aumentar mais. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 25 de fevereiro de 2005 (Mercado). Disponível em:

<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi2502200507.htm> Acesso em: 2022.

LEITE, Janaína. Documento revela mudança do BC, afirma ex-diretor. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 25 de fevereiro de 2005 (Mercado). Disponível em:

<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi2502200511.htm> Acesso em: 2022.

Apêndice 7

PALOCCHI vê perspectiva de queda de juros. *Estadão*, São Paulo, 18 de maio de 2005 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,palocci-ve-perspectiva-de-queda-de-juros,20050518p7706> Acesso em: 2022.

SOARES, Pedro. Inflação já supera metade da meta do ano. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 12 de maio de 2005. Disponível em:

<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi1205200515.htm> Acesso em: 2022.

RIBEIRO, Ana Paula. Mercado espera que BC mantenha juros em 19,5% nesta semana. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 16 de maio de 2005 (Mercado). Disponível em:

<https://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u96296.shtml> Acesso em: 2022.

PREVISÃO da inflação chega perto do teto. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 17 de maio de 2005 (mercado). Disponível em:

<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi1705200511.htm> Acesso em: 2022.

JUROS subiram para garantir meta de inflação, diz Copom. *Estadão*, São Paulo, 27 de maio de 2005 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,juros-subiram-para-garantir-meta-de-inflacao-diz-copom,20050527p7817> Acesso em: 2022.

EPAMINONDAS NETO. Decisão técnica prevaleceu em reunião do Copom, diz analista. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 17 de maio de 2005 (Mercado). Disponível em:

<https://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u96436.shtml> Acesso em: 2022.

BATISTA JUNIOR, Paulo Nogueira. Arrogância e burrice. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 19 de maio de 2005 (mercado). Disponível em:

<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi1905200508.htm> Acesso em: 2022.

COPOM indica novo aumento da taxa de juros. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 28 de maio de 2005 (Mercado). Disponível em:

<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi2805200502.htm> Acesso em: 2022.

Apêndice 8

NACAGAWA, Fernando. Pela 3ª vez, mercado eleva projeção da taxa Selic e da inflação. *Estadão*, São Paulo, 14 de abril de 2008 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,pela-3-vez-mercado-eleva-projecao-da-taxa-selic-e-da-inflacao,156386> Acesso em: 2022.

MERCADO prevê inflação de 2008 acima do centro da meta. *Estadão*, São Paulo, 14 de abril de 2008 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,mercado-preve-inflacao-de-2008-acima-do-centro-da-meta,156389> Acesso em: 2022.

NACAGAWA, Fernando. Mercado prevê alta de 0,25 ponto na Selic nesta semana. *Estadão*, São Paulo, 14 de abril de 2008 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,mercado-preve-alta-de-0-25-ponto-na-selic-nesta-semana,156480> Acesso em: 2022.

PEREIRA, Ricardo. Investidor aposta em mais altas da Selic. *Estadão*, São Paulo, 15 de abril de 2008 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,investidor-aposta-em-mais-altas-da-selic,156791> Acesso em: 2022.

VERSIANI, Isabel. BC Eleva juros a 11,75% e tenta evitar aperto maior à frente. *Estadão*, São Paulo, 16 de abril de 2008 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bc-eleva-juro-a-11-75-e-tenta-evitar-aperto-maior-a-frente,158055> Acesso em: 2022.

MODÉ, Leandro ; SILVA, Cleide; REHDER, Marcelo. BC surpreende e juro sobre 0,5 ponto. *Estadão*, São Paulo, 17 de abril de 2008 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bc-surpreende-e-juro-sobe-0-5-ponto,158142> Acesso em: 2022.

COPOM diz atuar sobre cenário prospectivo de inflação. *Estadão*, São Paulo, 24 de abril de 2008 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,copom-diz-atuar-sobre-cenario-prospectivo-de-inflacao,162064> Acesso em: 2022.

Apêndice 9

MODÉ, Leandro; DE CHIARA, Márcia. Desaceleração faz mercado aposta em “viés de baixa”. *Estadão*, São Paulo, 06 de dezembro de 2008 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,desaceleracao-faz-mercado-apostar-em-vies-de-baixa,289697> Acesso em: 2022.

MODÉ, Leandro. Copom faz última reunião sob pressão. *Estadão*, São Paulo, 08 de dezembro de 2008 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,copom-faz-ultima-reuniao-sob-pressao,290218> Acesso em: 2022.

PEIXOTO, Fabrícia. BC decide juros em meio a dilema entre inflação e recessão. *Estadão*, São Paulo, 08 de dezembro de 2008 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bc-decide-juros-em-meio-a-dilema-entre-inflacao-e-recessao,290284> Acesso em: 2022.

TEMENDO inflação, BC decide manter juros inalterados. *Estadão*, São Paulo, 10 de dezembro de 2008 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,temendo-inflacao-bc-decide-manter-juros-inalterados,291960> Acesso em: 2022.

XAVIER, Luciana. Decisão do Copom foi péssima, diz Delfim Netto. *Estadão*, São Paulo, 13 de dezembro de 2008 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/mercados,decisao-do-copom-foi-pessima-diz-delfim-netto,293363> Acesso em: 2022.

MODÉ, Leandro. Na contramão do mundo, Brasil segura taxa de juros. *Estadão*, São Paulo, 18 de dezembro de 2008 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,na-contramao-do-mundo-brasil-segura-taxa-de-juros,295604> Acesso em: 2022.

MEIRELLES : balanço de riscos não justificava corte de juro. *Estadão*, São Paulo, 18 de dezembro de 2008. Disponível em: <https://www.estadao.com.br/noticias/geral,meirelles-balanco-de-riscos-nao-justificava-corte-do-juro,296056> Acesso em: 2022.

Apêndice 10

MING, Celso. Para já ou para abril? *Estadão*, São Paulo, 14 de março de 2010 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,para-ja-ou-para-abril,523955> Acesso em: 2022.

ABARCA, Denise. Na véspera do Copom, mercado segue dividido. *Estadão*, São Paulo, 16 de março de 2010 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/mercados,na-vespera-do-copom-mercado-segue-dividido,9366e> Acesso em: 2022.

DANTAS, Fernando. Maiores bancos preveem alta do juro já. *Estadão*, São Paulo, 17 de março de 2010 v. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,maiores-bancos-preveem-alta-do-juro-ja,525273> Acesso em: 2022.

NAKAGAWA, Fernando. BC vai monitorar cenário até próxima reunião em abril. *Estadão*, São Paulo, 17 de março de 2010 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bc-vai-monitorar-cenario-ate-proxima-reuniao-em-abril,9604e> Acesso em: 2022.

MING, Celso. Ficou para abril. *Estadão*, São Paulo, 17 de março de 2010 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/blogs/celso-ming/ficou-para-abril/> Acesso em: 2022.

DANTAS, Fernando. Copom: falcões desfalcados. *Estadão*, São Paulo, 17 de março de 2010 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/blogs/fernando-dantas/copom-falcoes-desfalcados/> Acesso em: 2022.

GRANER, Fabio; NAKAGAWA, Fernando. Projeção para a inflação está acima do centro da meta, destaca ata da reunião do Copom. *Estadão*, São Paulo, 25 de março de 2010 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,projecao-para-a-inflacao-esta-acima-do-centro-da-meta-destaca-ata-da-reuniao-do-copom,10695e> Acesso em: 2022.

Apêndice 11

ABREU, Beatriz. Medida garante por si só o início do ciclo de corte da Selic. *Estadão*, São Paulo, 30 de agosto de 2011 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,medida-nao-garante-por-si-so-o-inicio-do-ciclo-de-corte-da-selic-imp-,765914> Acesso em: 2022.

ECONOMISTAS descartam corte imediato da taxa de juros. *Estadão*, São Paulo, 30 de agosto de 2011 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,economistas-descartam-corte-imediato-da-taxa-de-juros,82097e> Acesso em: 2022.

MING, Celso. A hora dos juros. *Estadão*, São Paulo, 30 de agosto de 2011 (Economia & Negócios). Disponível em :<https://economia.estadao.com.br/blogs/celso-ming/a-hora-dos-juros/> Acesso em: 2022.

SOB pressão política. *Estadão*, São Paulo, 31 de agosto de 2011(Economia & Negócios). Disponível em: <https://opinioao.estadao.com.br/noticias/geral,bc-sob-pressao-politica-imp-,766365> Acesso em: 2022.

TEREZA, Irani. Decisão ousada coloca em jogo a credibilidade do banco central. *Estadão*, São Paulo, 01 de setembro de 2011 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,decisao-ousada-coloca-em-jogo-a-credibilidade-do-banco-central-imp-,766903> Acesso em: 2022.

LEOPOLDO, Ricardo. Para Loyola, credibilidade do Banco Central está em xeque. *Estadão*, São Paulo, 01 de setembro de 2011(Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/negocios,para-loyola-credibilidade-do-banco-central-esta-em-xeque,82486e> Acesso em: 2022.

LEOPOLDO, Ricardo. BC terá problemas com expectativas de inflação, diz Schwartzman. *Estadão*, São Paulo, 01 de setembro de 2011 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/negocios,bc-tera-problemas-com-expectativas-da-inflacao-diz-schwartzman,82505e> Acesso em: 2022.

LEOPOLDO, Ricardo. Meta da inflação foi abandonada, diz consultoria de ex-BC. *Estadão*, São Paulo, 01 de setembro de 2011 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/negocios,meta-da-inflacao-foi-abandonada-diz-consultoria-de-ex-bc,82528e> Acesso em: 2022.

FERNANDES, Nalu; LARA, Patrícia. Credibilidade do BC está muito abalada, diz Monica de Bolle. *Estadão*, São Paulo, 01 de setembro de 2011 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/negocios,credibilidade-do-bc-esta-muito-abalada-diz-monica-de-bolle,82544e> Acesso em: 2022.

O BC cede à pressão. *Estadão*, São Paulo, 02 de setembro de 2011(Economia & Negócios) . Disponível em: <https://opinioao.estadao.com.br/noticias/geral,o-bc-cede-a-pressao-imp-,767330> Acesso em: 2022.

Apêndice 12

MING, Carlos. Falta convencer. *Estadão*, São Paulo, 15 de abril de 2012 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,falta-convencer-imp-,861223> Acesso em: 2022.

LEOPOLDO, Ricardo. Copom deve reduzir Selic a 9% e parar para ver conjuntura, diz Delfim. *Estadão*, São Paulo, 18 de abril de 2012 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,copom-deve-reduzir-selic-a-9-e-parar-para-ver-conjuntura-diz-delfim,109638e> Acesso em: 2022.

PUFF, Jefferson. Copom baixa juros em maio a esforços do governo para diminuir custo de crédito. *Estadão*, São Paulo, 18 de abril de 2012 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,copom-baixa-juros-em-meio-a-esforcos-do-governo-para-diminuir-custo-de-credito,109695e> Acesso em: 2022.

MING, Celso. Falha de comunicação. *Estadão*, São Paulo, 19 de abril de 2012 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/blogs/celso-ming/falha-de-comunicacao/> Acesso em: 2022.

MING, Celso. Mais cortes nos juros. *Estadão*, São Paulo, 26 de abril de 2012 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/blogs/celso-ming/mais-cortes-nos-juros/> Acesso em: 2022.

Apêndice 13

ABARCA, Denise; SILVA, Maria Regina; LEONEL, Flavio. Mercado prevê corte de 0,5 ponto no júri. *Estadão*, São Paulo, 25 de agosto de 2012 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,mercado-preve-corte-de-0-5-ponto-no-juro-imp-,921429> Acesso em: 2022.

MING, Celso. Metas demais. *Estadão*, São Paulo, 25 de agosto de 2012 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/blogs/celso-ming/metas-demaiss-2/> Acesso em: 2022.

KUPFER, José Paulo. Caminho suave. *Estadão*, São Paulo, 28 de agosto de 2012 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,caminho-suave-imp-,922475> Acesso em: 2022.

BARRUCHO, Luís Guilherme. Banco Central faz nova redução de juros, para 7.5%, menor patamar da história. *Estadão*, São Paulo, 29 de agosto de 2012 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,banco-central-faz-nova-reducao-de-juros-para-7-5-menor-patamar-da-historia,124785e> Acesso em: 2022.

O BC independente? *Estadão*, São Paulo, 30 de agosto de 2012 (Economia & Negócios).

Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,o-bc-independente-imp-,923411> Acesso em: 2022.

KUPFER, José Paulo. Esticar o corte dos juros dependerá do fôlego da retomada. *Estadão*, São Paulo, 30 de agosto de 2012. Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,esticar-o-corte-dos-juros-dependera-do-folego-da-retomada-imp-,923423> Acesso em: 2022.

Apêndice 14

E A META de inflação? *Estadão*, São Paulo, 08 de outubro de 2012 (Opinião). Disponível em: <https://opinioao.estadao.com.br/noticias/geral,e-a-meta-de-inflacao-imp-,942363> Acesso em: 2022.

VILLAVERDE, João. Cresce aposta de corte de 0,25 ponto na Selic. *Estadão*, São Paulo, 08 de outubro de 2012 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,cresce-aposta-de-corte-de-0-25-ponto-na-selic-imp-,942380> Acesso em: 2022.

ABARCA, Denise; LEONEL, Flavio; SILVA, Maria Regina. Projeção para taxa de juros divide mercado. *Estadão*, São Paulo, 08 de outubro de 2012 (Economia & Negócios).

Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,projecao-para-taxa-de-juros-divide-mercado,129921e> Acesso em: 2022.

FERNANDES, Nalu. Monica de Bolle vê pausa no ciclo de corte da Selic. *Estadão*, São Paulo, 10 de outubro de 2012 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,monica-de-bolle-ve-pausa-no-ciclo-de-corte-da-selic,130330e> Acesso em: 2022.

DANTAS, Fernando. A visão de quem ainda não comprou o otimismo. *Estadão*, São Paulo, 11 de outubro de 2012 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/blogs/fernando-dantas/a-visao-de-quem-ainda-nao-comprou-o-otimismo/> Acesso em: 2022.

MING, Celso. Fim do ciclo. *Estadão*, São Paulo, 11 de outubro de 2012 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/blogs/celso-ming/fim-do-ciclo/> Acesso em: 2022.

Apêndice 15

VILLAVERDE, João. Mercado quer saber qual a sinalização do BC para o futuro. *Estadão*, São Paulo, 05 de março de 2013 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,mercado-quer-saber-qual-a-sinalizacao-do-bc-para-o-futuro-imp-,1004481> Acesso em: 2022.

ASSIS, Francisco Carlos de. Para professor da FGV, cautela deixará juros em 7,25%. .

Estadão, São Paulo, 05 de março de 2013 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,para-professor-da-fgv-cautela-deixara-juros-em-7-25,146080e> Acesso em: 2022.

CUCOLO, Eduardo. BC deve manter taxa básica de juros, prevê mercado. *Estadão*, São Paulo, 05 de março de 2013 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bc-deve-manter-taxa-basica-de-juros-preve-mercado,146096e> Acesso em: 2022.

MING, Celso. A inflação e o Copom. *Estadão*, São Paulo, 05 de março de 2013 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/blogs/celso-ming/a-inflacao-e-o-copom/> Acesso em: 2022.

MAIS do que palavrinhas na reunião do Copom. *Estadão*, São Paulo, 08 de março de 2013 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,mais-do-que-palavrinhas-na-reuniao-do-copom-imp-,1005968> Acesso em: 2022.

MING, Celso. E agora, Copom?. *Estadão*, São Paulo, 07 de março de 2013 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/blogs/celso-ming/e-agora-copom/> Acesso em: 2022.

CUCOLO, Eduardo; FROUFE, Célia. BC mantém Selic em 7,25% e abre espaço para alta. *Estadão*, São Paulo, 07 de março de 2013 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bc-mantem-selic-em-7-25-e-abre-espaco-para-alta-imp-,1005404> Acesso em: 2022.

CUCOLO, Eduardo; FROUFE, Célia. BC diz que pode rever estratégia para política de juros. *Estadão*, São Paulo, 06 de março de 2013 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bc-diz-que-pode-rever-estrategia-para-politica-de-juros,146282e> Acesso em: 2022.

Apêndice 16

MING, Celso. Pausa no garrote. *Estadão*, São Paulo, 23 de maio de 2014 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/blogs/celso-ming/pausa-no-garrote/> Acesso em: 2022.

MARTINS, Victor. Copom desta semana. *Estadão*, São Paulo, 26 de maio de 2014 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/negocios,selic-deve-ficar-estavel-em-11-na-reuniao-do-copom-desta-semana,185911e> Acesso em: 2022.

BRAGA, Mário. Copom deve manter Selic em 11%, avalia BNP Paribas. *Estadão*, São Paulo, 26 de maio de 2014 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,copom-deve-manter-selic-em-11-avalia-bnp-paribas,185957e> Acesso em: 2022.

TOMAZELLI, Idiana. Goldfajn: BC já avisou que não quer subir juros. *Estadão*, São Paulo, 26 de maio de 2014 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,goldfajn-bc-ja-avisou-que-nao-quer-subir-os-juros,185977e> Acesso em: 2022.

SAMPAIO, Nayara. BC interrompe escalada dos juros e mantém Selic em 11% ao ano.

Estadão, São Paulo, 28 de maio de 2014 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/blogs/economia-tempo-real/bc-interrompe-escalada-dos-juros-e-mantem-selic-em-11-ao-ano/> Acesso em: 2022.

LEONEL, Flavio; RODRIGUES, Márcio. MCM: demora do Copom sugere que BC não está 100% convicto. *Estadão*, São Paulo, 28 de maio de 2014 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,mcmdemora-do-copom-sugere-que-bc-nao-esta-100-convicto,186318e> Acesso em: 2022.

LEONEL, Flavio. Rosenberg: termo ‘neste momento’ é precaução. *Estadão*, São Paulo, 28 de maio de 2014 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,rosenberg-termo-neste-momento-e-precaucao,186321e> Acesso em: 2022.

MING, Celso. Pausa para respiro. *Estadão*, São Paulo, 29 de maio de 2014 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/blogs/celso-ming/pausa-para-respiro/> Acesso em: 2022.

Apêndice 17

SALOMÃO, Alexa; GERBELLI, Luiz Guilherme. BC enfrenta desafio cada vez maior para levar inflação ao centro da meta. *Estadão*, São Paulo, 17 de outubro de 2015 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bc-en-frenta-desafio-cada-vez-maior-para-levar-inflacao-ao-centro-da-meta,10000000394> Acesso em: 2022.

SALOMÃO, ALEXA; GERBELLI, Luiz Guilherme. Previsões para reunião do Copom são de manutenção dos juros. *Estadão*, São Paulo, 17 de outubro de 2015 (Economia &

Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,previsoes-sao-de-manutencao-dos-juros,10000000395> Acesso em: 2022.

ASSIM, Francisco Carlos de; SILVA, Maria Regina. Mercado vê manutenção do juro na reunião do Copom desta 4ª feira e queda da taxa em 2016. *Estadão*, São Paulo, 20 de outubro de 2015 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,mercado-ve-manutencao-do-juro-na-reuniao-do-copom-desta-4a-feira--mas-projeta-queda-em-2016,1783013> Acesso em: 2022.

FROUFE, Célia. BC mantém juro em 14,25% ao ano, mas não fala mais em data para atingir meta de inflação. *Estadão*, São Paulo, 21 de outubro de 2015 (Economia & Negócios).

Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bc-mantem-juro-em-1425-ao-ano,1783688> Acesso em: 2022.

KUPFER, José Paulo. Decisão do Copom flexibiliza na prática o regime de metas da inflação. *Estadão*, São Paulo, 21 de outubro de 2015 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,decisao-do-copom-flexibiliza-na-pratica-o-regime-de-metas-de-inflacao,1783805> Acesso em: 2022.

MING, Celso. Horizonte móvel. *Estadão*, São Paulo, 22 de outubro de 2015 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,horizonte-movel,1784463> Acesso em: 2022.

FROUFE, Célia. Após BC estender prazo para cumprir meta, projeção para inflação em 2016 dispara. *Estadão*, São Paulo, 26 de outubro de 2015 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,apos-bc-estender-prazo-para-cumprir-meta--projecao-para-inflacao-em-2016-dispara-para-6-22,1786118> Acesso em: 2022.

MING, Celso. Lula e o ajuste. *Estadão*, São Paulo, 29 de outubro de 2015 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,lula-e-o-ajuste,10000000903> Acesso em: 2022.

KUPFER, José Paulo. Incoerências nas explicações para manter os juros. *Estadão*, São Paulo, 30 de outubro de 2015 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,incoerencias-nas-explicacoes-para-manter-os-juros,10000000918> Acesso em: 2022.

Apêndice 18

FROUFE, Célia. BC inicia reunião do Copom em meio à mudança de aposta sobre alta do juro. *Estadão*, São Paulo, 19 de janeiro de 2016 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bc-inicia-reuniao-do-copom-em-meio-a-mudanca-de-aposta-sobre-alta-do-juro,10000007482> Acesso em: 2022.

ROSA, Vera; BRITO, Ricardo. Comentário de Tombini satisfaz governo e PT. *Estadão*, São Paulo, 19 de janeiro de 2016 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,comentario-de-tombini-satisfaz-o-governo-e-o-pt,10000009780> Acesso em: 2022.

BRITO, Ricardo; FERNANDES, Adriana. Lula marca posição contra alta do juros em dia de Copom. *Estadão*, São Paulo, 20 de janeiro de 2016 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/blogs/lupa/lula-marca-posicao-contralta-do-juros-em-dia-de-copom/> Acesso em: 2022.

ALVES, Fábio. O erro sem volta de Alexandre Tombini. *Estadão*, São Paulo, 20 de janeiro de 2016 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/blogs/fabio-alves/o-erro-sem-volta-de-alexandre-tombini/> Acesso em: 2022.

ALVES, Fábio. A reviravolta de Tombini para a decisão do Copom. *Estadão*, São Paulo, 19 de janeiro de 2016 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/blogs/fabio-alves/a-reviravolta-de-tombini-para-a-decisao-do-copom/> Acesso em: 2022.

FROUFE, Célia. Ex-diretores do BC se dizem perplexos com atitude de Tombini em véspera de Copom. *Estadão*, São Paulo, 19 de janeiro de 2016 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,ex-diretores-do-bc-se-dizem-perplexos-com-atitude-de-tombini-em-vespera-de-copom,10000007465> Acesso em: 2022.

FROUFE, Célia; FERNANDES, Adriana. BASTIDORES: parte do Copom avalia que inflação é risco real e concreto. *Estadão*, São Paulo, 21 de janeiro de 2016 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bastidores-parte-do-copom-avalia-que-inflacao-e-risco-real-e-concreto,10000012963> Acesso em: 2022.

CABRAL, Alexandre. Por que será que o Banco Central não subiu os juros? *Estadão*, São Paulo, 21 de janeiro de 2016 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/blogs/economia-a-vista/por-que-sera-que-o-banco-central-nao-subiu-os-juros/> Acesso em: 2022.

CAMPOS, Álvaro. Após Copom, aumenta a chance de a inflação atingir dois dígitos, diz ex-diretor do BC. *Estadão*, São Paulo, 21 de janeiro de 2016 (Economia & Negócios).

Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,apos-copom-aumenta-a-chance-de-a-inflacao-atingir-dois-digito--diz-ex-bc,1823896> Acesso em: 2022.

ALVES, Fábio. Adeus à convergência à meta em 2017. *Estadão*, São Paulo, 21 de janeiro de 2016 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/blogs/fabio-alves/adeus-a-convergencia-a-meta-em-2017/> Acesso em: 2022.

A DESMORALIZAÇÃO do BC. *Estadão*, São Paulo, 22 de janeiro de 2016 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://opinioao.estadao.com.br/noticias/geral,a-desmoralizacao-do-bc,10000013054> Acesso em: 2022.

Apêndice 19

CASTRO, Fabrício de. Às vésperas do Copom, mercado mantém projeção de corte de 0,25 ponto percentual na Selic. *Estadão*, São Paulo, 28 de novembro de 2016 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,as-vesperas-do-copom-mercado-mantem-projecao-de-corte-de-0-25-na-selic,10000091073> Acesso em: 2022.

SALOMÃO, Alexa. Para mercado, Selic vai cair para 13,75% ao ano. *Estadão*, São Paulo, 30 de novembro de 2016 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,para-mercado-selic-vai-cair-0-25-ponto,10000091551> Acesso em: 2022.

ALVES, Fábio. Choque de realidade. *Estadão*, São Paulo, 30 de novembro de 2016 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,choque-de-realidade,10000091526> Acesso em: 2022.

BC corta juros pela 2ª vez no ano e Selic vai a 13,75%. *Estadão*, São Paulo, 30 de novembro de 2016 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bc-corta-juros-pela-2-vez-no-ano-e-selic-vai-a-13-75,10000091715> Acesso em: 2022.

KUPFER, José Paulo. Copom prefere caldo de galinha antes de acelerar. *Estadão*, São Paulo, 30 de novembro de 2016 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/blogs/jpkupfer/copom-prefere-caldo-de-galinha-antes-de-acelerar/> Acesso em: 2022.

MING, Celso. Lubrificante a conta-gotas. *Estadão*, São Paulo, 30 de novembro de 2016 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/blogs/celso-ming/lubrificante-a-conta-gotas/> Acesso em: 2022.

Apêndice 20

CAMARGO, José Marcio. Deixa flutuar. *Estadão*, São Paulo, 12 maio de 2018 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,deixa-flutuar,70002305209> Acesso em: 2022.

PITOSCIA, Regina. Selic pode cair a 6,25% AO ANO NA QUARTA-FEIRA. Confira os reflexos. *Estadão*, São Paulo, 14 maio de 2018 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/blogs/regina-pitoscia/selic-pode-cair-a-625-ao-ano-na-quarta-feira-confira-os-reflexos/> Acesso em: 2022.

CASTRO, Fabrício de. Mercado projeta novo corte na taxa de juros. *Estadão*, São Paulo, 15 maio de 2018 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,mercado-projeta-novo-corte-na-taxa-de-juros,70002308625> Acesso em: 2022.

MUINHOS, Marcelo Kfoury. Volatilidade do câmbio dificulta a decisão do Copom. *Estadão*, São Paulo, 15 maio de 2018 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/blogs/mosaico-de-economia/volatilidade-do-cambio-dificulta-a-decisao-do-copom/> Acesso em: 2022.

CASTRO, Fabrício de; RODRIGUES, Eduardo. BC surpreende e mantém Selic em 6,5% ao ano. *Estadão*, São Paulo, 16 maio de 2018 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bc-surpreende-e-mantem-selic-em-6-50-ao-ano,70002311457> Acesso em: 2022.

DANTAS, Fernando. Dilema do BC. *Estadão*, São Paulo, 16 maio de 2018 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/blogs/fernando-dantas/dilema-do-bc/> Acesso em: 2022.

DAMASCO, Cida. Quarta-feira de (más) supresas. *Estadão*, São Paulo, 16 maio de 2018 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/blogs/cida-damasco/quarta-feira-de-mas-surpresas/> Acesso em: 2022.

Apêndice 21

SEMANA começa com expectativa sobre definição de juros no Brasil e nos EUA. *Estadão*, São Paulo, 29 julho de 2019 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,semana-comeca-com-expectativa-sobre-definicao-de-juros-nos-brasil-e-nos-eua,70002944957> Acesso em: 2022.

ROCHA, Silvana; XAVIER, Luciana; BRONZATI, Aline. Cautela prevalece no mercado antes das decisões sobre juros no Brasil e nos EUA. *Estadão*, São Paulo, 30 julho de 2019 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,cautela-prevalece-no-mercado-antes-das-decisoes-sobre-juros-no-brasil-e-nos-eua,70002946827> Acesso em: 2022.

CASTRO, Fabrício de; JAKITAS, Renato. Com expectativa de queda, Copom deve anunciar nesta quarta-feira a taxa básica de juros. *Estadão*, São Paulo, 31 julho de 2019 (Economia &

Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bc-deve-iniciar-novo-ciclo-de-corte-de-juros,70002948123> Acesso em: 2022.

ALVES, Fábio. Manda ver, Copom. *Estadão*, São Paulo, 31 julho de 2019 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,manda-ver-copom,70002948145> Acesso em: 2022.

CABRAL, Alexandre. Faria Lima informa: existem 72% de chances de os juros caírem 0,50 ponto percentual hoje! *Estadão*, São Paulo, 31 julho de 2019 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/blogs/economia-a-vista/faria-lima-informa-existem-72-de-chances-de-os-juros-cairem-050-ponto-percentual-hoje/> Acesso em: 2022.

MING, Celso. Os juros, enfim, mergulham. *Estadão*, São Paulo, 31 julho de 2019 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,os-juros-enfim-mergulham,70002949693> Acesso em: 2022.

O SURTO de ousadia do BC. *Estadão*, São Paulo, 02 de agosto de 2019 (Opinião). Disponível em: <https://opinioao.estadao.com.br/noticias/notas-e-informacoes,o-surto-de-ousadia-do-bc,70002951465> Acesso em: 2022.

RIBEIRO, Daniel. Queda da taxa Selic e seus desdobramentos na economia brasileira. O SURTO de ousadia do BC. *Estadão*, São Paulo, 02 de agosto de 2019 (Política). Disponível em: <https://politica.estadao.com.br/blogs/fausto-macedo/queda-da-taxa-selic-e-seus-desdobramentos-na-economia-brasileira/> Acesso em: 2022.

Apêndice 22

CASTRO, Fabrício de. Banco Central indica novos cortes de juros em cenário com inflação sob controle. O SURTO de ousadia do BC. *Estadão*, São Paulo, 06 de agosto de 2019 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,cotacao-dolar-e-bolsa-de-valores-05-08-2020,70003388113> Acesso em: 2022.

ALVES, Fábio. A narrativa do Copom. O SURTO de ousadia do BC. *Estadão*, São Paulo, 29 de julho de 2019 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,a-narrativa-do-copom,70003379331> Acesso em: 2022.

CASTRO, Fabrício de; RODRIGUES, Eduardo. Selic fala em risco para o sistema financeiro. O SURTO de ousadia do BC. *Estadão*, São Paulo, 11 de agosto de 2019 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,copom-ve->

[recuperacao-parcial-da-economia-e-indica-cautela-na-analise-de-novos-cortes-de-juros,70003395453](#) Acesso em: 2022.

JUÍZO para manter juros baixos. O SURTO de ousadia do BC. *Estadão*, São Paulo, 02 de agosto de 2019 (Opinião). Disponível em: <https://opinioao.estadao.com.br/noticias/notas-e-informacoes,juizo-para-manter-juros-baixos,70003396000> Acesso em: 2022.

Apêndice 23

RODRIGUES, Eduardo, Juro deve subir após 7 meses em baixa histórica. *Estadão*, São Paulo, 15 de março de 2021 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,juro-deve-subir-apos-7-meses-em-baixa-historica,70003647702> Acesso em: 2022.

RODRIGUES, Eduardo; TOMAZELLI, Idiana; GAVRAS, Douglas. Depois de quase seis anos, BC volta a subir juros para controlar inflação; Selic vai para 2,75%. *Estadão*, São Paulo, 18 de março de 2021 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,depois-de-quase-seis-anos-bc-volta-a-subir-juros-para-controlar-inflacao-selic-vai-para-2-75,70003651379> Acesso em: 2022.

OLIVEIRA, Isaac de. Especialistas comentam alta da Selic para 2,75%. *Estadão*, São Paulo, 17 de março de 2021 (E-investidor). Disponível em:

<https://einvestidor.estadao.com.br/mercado/copom-aumenta-selic/> Acesso em: 2022.

ITAÚ ainda vê Selic a 5,5% no fim do ano. *Estadão*, São Paulo, 18 de março de 2021 (E-investidor). Disponível em: <https://einvestidor.estadao.com.br/noticias/itau-ainda-ve-selic-a-55-no-fim-do-ano/> Acesso em: 2022.

DÓLAR fecha em queda de 1,5% com decisão do BC de subir a Selic; Bolsa sobe 1,2%. *Estadão*, São Paulo, 19 de março de 2021 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,cotacao-dolar-bolsa-de-valores-19-03-2021-,70003653260> Acesso em: 2022.

Apêndice 24

AMORIM, Daniela; DE CHIARA, Márcia. Prévia da inflação sobre mais que o esperado e reforça expectativa de alta de 1,5 ponto na Selic. *Estadão*, São Paulo, 26 de outubro de 2021 (Economia & Negócios). Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,previa-da-inflacao-sobe-mais-que-o-esperado-e-reforca-expectativa-de-alta-de-1-5-ponto-na-selic,70003880425> Acesso em: 2022..

SILVA, Maria Regina; PEDINI, Renata. Itaú passa a prever recessão para o ano que vem, com queda de 0,5% no PIB. *Estadão*, São Paulo, 25 de outubro de 2021 (Economia &

Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,itaui-passa-a-prever-recessao-para-o-ano-que-vem-com-queda-de-0-5-no-pib,70003879456> Acesso em: 2022.

PASTORE, Affonso Celso. Só restou o Banco Central. *Estadão*, São Paulo, 24 de outubro de 2021 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,so-restou-o-banco-central,70003878060> Acesso em: 2022.

DE CHIARA, Márcia. ‘Não vou me surpreender se tivermos estagnação em 2022’, diz ex-diretor do BC. *Estadão*, São Paulo, 27 de outubro de 2021 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,jose-julio-senna-entrevista-estagnacao-selic-banco-central,70003882172> Acesso em: 2022.

MING, Celso. É PAULADA DOS JUROS. *Estadão*, São Paulo, 27 de outubro de 2021 (Economia & Negócios). Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,e-a-paulada-dos-juros,70003882001> Acesso em: 2022.

Apêndice 25

FERREIRA, Gustavo. Valor Investe, 16 de março de 2022. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/moedas-e-juros/noticia/2022/03/16/copom-sobe-selic-a-1175percent-ao-ano.ghml> Acesso em: 2022.

DÓLAR sobre antes de reuniões de política monetária. *Estadão*, São Paulo, 15 de março de 2022. (E-Investidor). Disponível em: <https://einvestidor.estadao.com.br/ultimas/dolar-sobe-antes-politica-monetaria/> Acesso em: 2022.

Comunicados do Banco Central

Brasil. Banco Central do Brasil. **Nota à Imprensa**. Reuniões 87, 92, 94, 96, 100, 105, 108, 134, 139, 149, 161, 166, 169, 170, 173, 183, 194, 196. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/comunicadoscopom> Acesso em: 2022.

Brasil. Banco Central do Brasil. **Comunicados**. Reuniões 203, 214, 224, 232, 237, 242, 245. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/comunicadoscopom> Acesso em: 2022.

Brasil. Banco Central do Brasil. **Ata**. Reuniões 87, 92, 94, 96, 100, 105, 108, 134, 139, 149, 161, 166, 169, 170, 173, 183, 194, 196, 203, 214, 224, 232, 237, 242, 245. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/cronologicos> Acesso em: 2022.

APÊNDICE 1 – REUNIÃO 87

Realizada em 20 de agosto de 2003, na gestão de Henrique de Campos Meirelles, com decisão por redução de 2,50% na taxa Selic (patamar de 22,00%). Choque expansionista:

1.1 Detalhamento de comunicação por parte do Banco Central

Inflação dá sinais de arrefecimento:

2. As taxas de inflação de julho mostraram a ausência de pressões altistas e ratificaram o processo de convergência da trajetória dos índices de preços em relação às taxas estabelecidas pelo regime de metas. Os preços no atacado registraram variação negativa pelo terceiro mês consecutivo, embora com menor intensidade que no mês anterior. Os índices de preços ao consumidor tiveram incremento discreto, como resultado de reajustes pontuais em itens administrados específicos. (Ata 87 Banco Central do Brasil)

Segundo dados apresentados na ata, a projeções de inflação acima da meta para 2003 e abaixo em 2004. Nível de atividade continuou caindo no fim do segundo trimestre.

Parágrafos sobre a decisão:

1. A política monetária deve ser calibrada de forma que a trajetória da inflação convirja para a trajetória das metas. No médio prazo, há uma estrutura a termo de taxas de juros reais na economia que é consistente com esse objetivo. Em períodos de transição, como o atual, cabe à autoridade monetária estabelecer uma trajetória para a taxa de juros básica que permita a convergência gradativa da estrutura de taxas de juros reais para aquela que vigorará a médio prazo, de forma a garantir que a inflação se aproxime das metas com a menor volatilidade possível no produto. À medida que se obtêm evidências de que a trajetória da inflação está se tornando mais próxima da trajetória de metas, é natural que diminua a distância entre as taxas de juros reais prevalecentes para diferentes maturidades e seus valores de equilíbrio no médio prazo.

2. Levando em conta a evolução recente da inflação e as perspectivas para a sua trajetória futura, bem como a melhora significativa no cenário fiscal de médio e longo prazos proporcionada pelo rápido andamento das reformas, o Copom entendeu ser adequado avançar no processo de flexibilização da política monetária, promovendo neste momento um ajuste na taxa de juros básica de forma a posicioná-la numa trajetória consistente com a estratégia de convergência gradativa da estrutura de taxas de juros reais da economia para a sua posição de

equilíbrio, com o objetivo já mencionado de garantir a convergência da inflação para a trajetória das metas. (Ata 87 Banco Central do Brasil)

1.2 Opiniões imprensa

Opiniões circulada em jornais da época em momento anterior a reunião:

Economistas esperam redução de 2 pontos nos juros

Com a inflação sob controle e a atividade econômica fraca, vários economistas ouvidos pelo Estado já veem espaço para o Comitê de Política Monetária (Copom) acelerar o ritmo de corte dos juros na reunião de terça e quarta-feira. Nas últimas semanas, a avaliação de que é possível cortar a taxa Selic, hoje em 24,5% ao ano, em 2 pontos percentuais ganhou apoio. No entanto, o presidente do Banco Central (BC), Henrique Meirelles, tem defendido a opção pelo gradualismo, o que leva parte do mercado a trabalhar com a hipótese de redução de 1,5 ponto. (Estadão 17 de agosto de 2003).

Opiniões circulada em jornais da época em momento posterior a reunião:

Próximas quedas da Selic serão menores, prevê Langoni

A redução pelo Copom de 2,5% na taxa básica de juros (a Selic) pode significar que, daqui para a frente, a autoridade monetária poderá decidir-se por quedas menores, na opinião do economista Carlos Langoni, ex-presidente do Banco Central, e atual diretor do Centro de Economia da FGV-Rio. "Eu acho até que o Banco Central talvez tenha antecipado para este mês, cortes que ele iria realizar de qualquer forma, por exemplo, em setembro e outubro", disse Langoni em sua entrevista ao programa Conta Corrente, da Globo News. Ele acrescentou que, por isso, acredita que os próximos cortes devem continuar, mas em percentuais menores que o decidido ontem, para chegar ao final do ano com uma taxa em torno de 19%, o que ainda deve manter a taxa de juros reais na faixa de dois dígitos. "Mas é o caminho de uma redução gradual e segura, acompanhando inclusive as expectativas em relação ao risco País e ao próprio comportamento da inflação." Efeitos da antecipação Langoni considerou que um dos efeitos positivos deste corte antecipado da Selic incidirá sobre as contas públicas, o que possibilitará nos próximos meses uma redução expressiva no serviço da dívida da União, colaborando assim para o ajuste fiscal. Sobre a economia de uma forma geral, disse que os resultados vão ser lentos. "Espetáculo do crescimento, na minha opinião, só a partir do ano que vem, porque além de os juros reais terem de cair de forma mais expressiva, é necessária uma recuperação dos níveis de renda real, que vêm em queda muito preocupante." Previsão de crescimento O economista Walter Brasil Mundell, vice-presidente de Investimentos do grupo Sulamérica, também ouvido no programa, prevê uma ligeira recuperação econômica no último trimestre do ano, e disse acreditar que, em 2004, o PIB deverá crescer entre 3% e 3,5%. "Eu acho que não há espaço para o Brasil crescer muito mais do que isso. Há uma série de gargalos na área de infraestrutura, como energia elétrica, estradas, portos etc. E essa questão é o próximo ponto que o governo deve procurar equacionar."

Reforma fiscal Mundell insistiu, também, na necessidade de o governo fazer uma reforma fiscal que atenda minimamente aos anseios do setor produtivo, como a diminuição da carga de impostos e a criação de mais facilidades para os investimentos, principalmente os voltados para a expansão da capacidade produtiva e os que reduzam os gargalos na infraestrutura. (Estadão 21 de agosto de 2003)

FMI faz comentários favoráveis sobre queda dos juros

O Fundo Monetário Internacional (FMI) fez comentários favoráveis à decisão do Comitê de Política Monetária (Copom) de reduzir a Selic, a taxa básica de juros da economia, em 2,5 pontos percentuais. Com isso, a taxa que estava em 24,5% ao ano passou para 22% ao ano. O Fundo reafirmou que a política monetária do governo está bem encaminhada para atingir as metas acertadas no acordo com o organismo. Segundo o porta-voz do FMI, Thomas Dawson, a medida continua em convergência com as metas de inflação do governo e lembrou que a taxa já foi reduzida em 4,5 pontos percentuais nos últimos três meses. "Acredito que a política monetária segue orientada, firmemente, para cumprir as metas previstas com o FMI e nós respaldamos as políticas do Banco Central brasileiro", declarou. De acordo com Dawson, o desempenho da economia continua claramente dentro dos parâmetros delineados no acordo entre Brasil e FMI. "Eu diria que as autoridades brasileiras continuam mostrando uma firme determinação para implementar seu programa econômico", disse Dawson. As informações são da Dow Jones. (Estadão 21 de agosto de 2003)

Fraga elogia Meirelles e volta a defender autonomia do BC

O ex-presidente do Banco Central Armínio Fraga parabenizou o atual presidente do BC, Henrique Meirelles, pela condução "com firmeza e clareza" nesta fase de transição da economia. Segundo Fraga, esta clareza operacional da instituição projeta uma política monetária promissora, com a qual os objetivos e os métodos do BC são amplamente compreendidos. Evitando comentários sobre a mais recente decisão do Comitê de Política Monetária (Copom), que reduziu a taxa básica de juros, Selic, em 2,5 pontos percentuais? de 24,5% ao ano para 22% ao ano? Fraga disse que esta clareza operacional é um dos caminhos fundamentais para o crescimento do País. Defendeu que o BC deve ter, além dessa clareza operacional, também uma clareza institucional, que, embora tenha avançado nos últimos anos neste sentido, ainda não foi alcançada. Para que isso aconteça, enfatizou, é necessária a autonomia operacional do BC. "O BC deve ter o ônus de poder tomar suas decisões visando o médio e o longo prazo", disse o ex-presidente do BC. Taxa de equilíbrio Questionado sobre qual seria o juro real de equilíbrio, Fraga respondeu que esta é uma pergunta crucial que ele e sua equipe faziam o tempo todo no BC. Segundo ele, não há resposta exata para tal pergunta. "Não sei qual é este número. O BC tem que ir testando os limites aqui e ali", explicou Fraga, destacando que o governo está criando a base para que o País chegue a uma taxa de juro real de um dígito. "Não vejo como o País possa se desenvolver sem resolver esta questão." (Estadão 26 de agosto de 2003)

APÊNDICE 2 - REUNIÃO 92

Realizada em 21 de janeiro de 2004, na gestão de Henrique de Campos Meirelles, com decisão por manutenção na taxa Selic (patamar de 16,50%). Choque contracionista:

2.1 Detalhamento de comunicação por parte do Banco Central

IPCA apresenta elevação em dezembro.

13. Os principais índices de preços mostraram aumento da inflação entre novembro e dezembro. A inflação medida pelo IPCA aumentou de 0,34% para 0,52% no período, valor acima do esperado. Esse comportamento foi verificado em seus três grandes grupos: itens comercializáveis, não comercializáveis e administrados por contrato e monitorados.

14. Os núcleos de inflação também aumentaram em dezembro, mostrando que o resultado daquele mês não pode ser atribuído ao comportamento de itens específicos. (Ata 92 Banco Central do Brasil)

Sobre projeções:

12. [...] As projeções de inflação estão abaixo da meta de 5,5% para 2004 e abaixo da meta de 4,5% para 2005. De acordo com o cenário de mercado, as projeções de inflação se situam ligeiramente acima da meta em 2004 e acima da meta em 2005. (Ata 92 Banco Central do Brasil)

Segundo a ata 92, a atividade estava em recuperação após ciclo de flexibilização recente.

Parágrafos importantes sobre dissenso:

22. Um membro do Copom considerou que uma redução de 0,25 p.p. na meta para a taxa Selic seria a decisão adequada nas atuais circunstâncias, tendo em vista o padrão da retomada da atividade econômica, a estabilidade das expectativas de inflação para 2004 e 2005, o comportamento favorável da taxa de câmbio e as projeções de inflação do Banco Central segundo os cenários de referência e de mercado.

23. Já os demais membros do Copom julgaram ser mais adequado não alterar a taxa básica de juros nesta reunião, preferindo prosseguir com a flexibilização da política apenas quando houver sinais mais consistentes de que o risco de a inflação se desviar da trajetória das metas é suficientemente baixo. Várias considerações deram amparo a essa decisão. (Ata 92 Banco Central do Brasil)

2.2 Opiniões imprensa

Opiniões circulada em jornais da época em momento anterior a reunião:

Mercado aumenta previsão sobre inflação, mostra pesquisa do BC
As instituições e empresas consultadas pelo Banco Central em sua pesquisa semanal apostam que o IPCA acumulará nos próximos 12 meses uma alta de 5,95%. A projeção, registrada na mais recente rodada da pesquisa, divulgada esta manhã pelo BC, é superior à indicada na semana passada, quando os agentes consultados pela autoridade monetária apostavam que o IPCA acumularia ao longo dos próximos 12 meses uma alta de 5,91%. Ainda assim, a estimativa de inflação para este mês de janeiro manteve-se em 0,60%. A projeção para a variação do IPCA em 2004 também não sofreu alterações, com os agentes reafirmando que o índice - utilizado pelo BC no programa de metas de inflação - acumulará este ano uma alta de 6%. A meta central de inflação para 2004 é de 5,5%. Em termos de preços administrados, a expectativa das instituições consultadas pelo BC é de que esse conjunto de preços terá uma inflação de 7% este ano. A projeção é a mesma da pesquisa anterior. Em termos de 2003, os agentes mantiveram a projeção de inflação anterior: 9,22% para o ano, sendo 0,45% de alta para o IPCA em dezembro. O resultado fechado do comportamento do IPCA em 2003 deverá ser divulgado pelo IBGE nesta quarta-feira. Juros O mercado continua apostando que o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central reduzirá a meta da taxa Selic em apenas 0,5 ponto porcentual na primeira reunião de 2004. As instituições financeiras e empresas consultadas pelo BC na sua pesquisa semanal mantiveram em 16% a projeção para a meta da taxa Selic ao final de janeiro. Para o final de 2004, a projeção dos agentes também foi mantida em 13,85%. A taxa média do ano também não sofreu alterações, mantendo-se em 14,71%. (Estadão 12 de janeiro de 2004)

Maioria dos analistas espera corte de 0,5 ponto na taxa Selic
O resultado da reunião mensal do Comitê de Política Monetária (Copom) deve ser conhecido hoje, após o fechamento dos mercados. A maioria absoluta dos analistas consultados pela reportagem da Agência Estado espera cautela da autoridade monetária nesta primeira reunião de 2004. Das 48 instituições consultadas, 44 apostam em um corte de 0,5 ponto porcentual, o que levaria a Selic, a taxa básica de juros da economia, para 16% ao ano. Dois bancos e uma consultoria preveem uma redução de 0,75 ponto porcentual, e um único banco, o Credit Suisse First Boston, projeta um corte mais arrojado, de 1 ponto porcentual. Os argumentos básicos dos que defendem um corte de 0,5 ponto são de dois tipos. O primeiro é o de que a trajetória da inflação, a partir dos índices divulgados recentemente, aponta alguma preocupação no curto prazo. Neste sentido, o próprio Banco Central sinalizou com "parcimônia" na condução da política monetária, tanto na ata relativa à reunião de dezembro quanto no último relatório de inflação. O segundo argumento é o da aceleração do nível de atividade, com um possível

risco de reajuste de preços com impacto sobre a inflação. A maioria dos analistas acredita que o BC quer avaliar melhor o impacto do afrouxamento monetário na atividade econômica, ao longo deste primeiro trimestre. Argumentos divergentes. No diminuto grupo dos que têm posição divergente, o JP Morgan aposta em 0,75 ponto porcentual, mas com um pé no corte de 0,5 ponto porcentual. "Não vou fazer disso um cavalo de batalha", disse o economista Fábio Akira. Para ele, a apreciação do real ocorrida entre a reunião do Copom de dezembro e a desta semana é um argumento para uma redução maior. No último relatório de inflação, o BC projetava inflação de 4,5% em 2004, com câmbio de R\$ 2,9400. Ou seja, já havia folga em relação à meta de inflação de 5,5% para o ano. Com o dólar cotado abaixo de R\$ 2,8500, o BC teria ainda mais folga, o que permitiria um corte maior que 0,5 ponto porcentual. Já a LCA aposta em um corte de 0,75 ponto porcentual com um pé numa redução maior. O economista Ricardo Denadai justificou um corte de 0,75 ponto porcentual em função do cenário externo extremamente positivo. "Apesar do discurso moderado do BC, as condições são muito favoráveis", disse, destacando que o risco País? taxa que mede a confiança dos investidores estrangeiros na capacidade de pagamento do país - encolheu e o fluxo externo vem se mantendo alto. Isolado entre os pesquisados, o economista-chefe do CSFB, Rodrigo Azevedo, justificou um corte de 1 ponto porcentual por dois fatores: a apreciação do real e a queda forte do risco País. Ele ponderou que, do ponto de vista do BC, o comportamento da moeda é um fator determinante para o comportamento da inflação. Como o BC previa inflação de 4,5% para uma taxa de câmbio de R\$ 2,94, a apreciação do real abriu espaço para um índice menor. Trata-se do mesmo argumento do JP Morgan para uma redução de 0,75 ponto porcentual. A recuperação da atividade econômica mais lenta do que a esperada é outra justificativa dada por Azevedo para um corte maior da Selic. (Estadão 21 de janeiro de 2004)

Opiniões circulada em jornais da época em momento posterior a reunião:

Temor da inflação fez Copom manter juros, explica a ata
A preocupação de que a alta da inflação verificada no início deste ano não seja apenas um movimento temporário foi a principal justificativa do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central para a sua decisão? inesperada, e que causou muitos protestos entre empresários e economistas? de manter em 16,5% a meta da taxa Selic. Os diretores do BC afirmam o seguinte, na ata da primeira reunião do Copom de 2004, na semana passada, que está sendo divulgada nesta manhã: "O Copom entendeu que o aumento recente da inflação e das projeções pode não representar somente um fenômeno temporário, como ocorreu em setembro de 2003, mas uma eventual acomodação da inflação em patamares mais elevados". Mesmo que seja comprovado que o aumento recente da inflação é um movimento temporário, ainda assim os diretores do BC consideraram importante a cautela adotada. "Mesmo que o que esteja ocorrendo atualmente seja somente um episódio temporário, o aumento da inflação projetada já recomendaria cautela

adicional na condução da política monetária", justificam os diretores. Possibilidade concreta de volta da inflação. O Comitê lembra ainda que não se pode estabelecer "com precisão" qual o impacto sobre a atividade econômica da redução em 10 pontos percentuais da Selic em 2003. "Tendo em vista que existe uma possibilidade concreta de que a inflação volte a se desviar da trajetória de metas, a política monetária deve agir de forma preventiva e particularmente cautelosa para impedir que os reajustes de preços se propaguem pela economia, no contexto atual de recuperação da atividade", afirmam os diretores do BC na ata. Para o Copom, a maior cautela na condução da política monetária, neste momento, "não acarretaria riscos significativos" para o processo de recuperação econômica em curso. "Em sua deliberação, portanto, o Copom pesou o risco de prosseguir com a flexibilização da política monetária e, caso a inflação venha a se desviar da trajetória das metas, ter de mudar a política no médio prazo, com fortes movimentos na taxa de juros e impactos significativos sobre a atividade, contra um risco, considerado bastante baixo, de causar danos palpáveis ao processo de recuperação da economia mediante a decisão de interromper a flexibilização da política monetária", justificam os diretores. Na avaliação desse balanço de riscos, o Copom entendeu "majoritariamente" que seria mais adequado interromper de forma "temporária" o processo de flexibilização da política monetária. "Somente dessa forma será possível preservar os ganhos obtidos ao longo do último ano no combate a inflação, impedindo que os reajustes de preços que estejam ocorrendo nos setores mais beneficiados pelo processo de retomada da atividade econômica contaminem os demais preços da economia", dizem. Decisão não foi unânime como foi informado no dia da reunião, a decisão do Copom não foi unânime. Um dos diretores do BC votou pelo corte de 0,25 ponto percentual da taxa básica de juros. "Um membro do Copom considerou que uma redução de 0,25 p.p. na meta para a taxa Selic seria a decisão adequada nas atuais circunstâncias, tendo em vista o padrão da retomada da atividade econômica, a estabilidade das expectativas de inflação para 2004 e 2004, o comportamento favorável da taxa de câmbio e as projeções de inflação do Banco Central segundo os cenários de referência do mercado", explica a ata. "Já os demais membros do Copom julgaram ser mais adequado não alterar a taxa básica de juros nesta reunião, preferindo prosseguir com a flexibilização da política apenas quando houver sinais mais consistentes de que o risco de a inflação se desviar da trajetória das metas é suficientemente baixo", justifica o Comitê. Fatores circunstanciais devem pressionar inflação. O Comitê de Política Monetária acredita que mesmo fatores "circunstanciais" devem pressionar a inflação por um período maior, diferentemente do verificado em setembro do ano passado. "É importante ressaltar que, mesmo que a inflação retorne à trajetória das metas no médio prazo, se os reajustes provocados por fatores circunstanciais forem maiores e mais duradouros do que originalmente antecipado, a margem de manobra para o cumprimento da meta sofrerá uma redução logo nos primeiros meses do ano", explicam os diretores do BC na ata divulgada hoje. O Comitê chama atenção para os impactos previstos para a

inflação de janeiro e fevereiro do aumento de preços em educação, alimentos "in natura" e de energia elétrica, todos acima do esperado. Outra preocupação do Copom é o cenário em que esses reajustes estão acontecendo. "Diferentemente do ocorrido em setembro, as pressões por reajustes de preços observados em dezembro e esperados para os primeiros meses de 2004, a despeito de seu caráter parcialmente sazonal e não recorrente, atingirão a economia em um estágio bastante mais avançado do processo de relaxamento da política monetária e de recuperação das condições de demanda, e portanto, mais propício a que movimentos de acomodação de preços relativos tenham como repercussão aumentos do nível geral de preços", avaliam os diretores do BC. Pelo cenário de referência utilizado pelo BC, a manutenção da Selic em 16,5%, com o câmbio a R\$ 2,84, a inflação em 2004 e 2005 ficaria abaixo das metas estabelecidas para esses dois anos, ou seja, 5,5% e 4,5%, respectivamente. Entretanto, utilizando o cenário do mercado, que incorpora ao modelo a depreciação cambial e a queda da taxa Selic esperadas na véspera da reunião do Comitê, as projeções de inflação do BC se situam "ligeiramente acima" da meta de 2004 e "acima" da meta para 2005. (Estadão 29 de janeiro de 2004)

Não há sinais de arrefecimento da inflação, diz ata do Copom
Mesmo sem informações suficientes para um diagnóstico preciso sobre os fatores que condicionaram o comportamento a inflação em dezembro do ano passado, para os resultados parciais de janeiro e para as projeções de fevereiro, o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central acredita que há "evidências" capazes de sustentar a interpretação de que a alta de preços pode ser um movimento "persistente". De acordo com a análise feita pelo Comitê, e mostrada na ata da reunião divulgada hoje, o comportamento dos núcleos não indica "arrefecimento" da inflação. O aumento de 0,80% do IPA de produtos industriais pode também, segundo o Copom, resultar numa preço sobre os preços ao longo dos próximos meses. Para o Comitê, a maior inflação no atacado é resultado de uma série de fatores, entre eles o aumento do preço internacional de algumas commodities, a maior demanda por bens intermediários, e a mudança de "preços relativos", que segundo o Copom, tem favorecido os setores que vêm sendo mais fortemente beneficiados pela recuperação recente da economia brasileira. Pressão pode ser isolada ou persistente A análise feita pelo Copom sobre o movimento de alta da inflação de novembro para dezembro de 2003 prenuncia a preocupação externada pelo Comitê com a volta da inflação. Entre novembro e dezembro, a inflação medida pelo IPCA subiu de 0,34% para 0,52%, surpreendendo o BC. Os núcleos de inflação também aumentaram em dezembro. O maior aumento observado, como ponderado pelo Copom, foi o do núcleo do IPCA calculado por exclusão de alimentos no domicílio e de preços administrados, que após cinco meses estabilizado entre 0,35% e 0,40%, subiu para 0,63% no mês passado. Os núcleos por médias aparadas do IPCA e do IPC-Br também registraram um aumento no período. A maior proporção de itens com reajuste positivo no IPCA, que passou de 57% em novembro para 64,8% em dezembro, também é apontada pelo

Copom como outra evidência de "disseminação" do aumento de preços." Observado todo o conjunto de índices de inflação disponíveis, tanto ao consumidor quanto no atacado, sua maior variação em dezembro pode significar apenas um evento isolado, provocado por motivos sazonais ou extraordinários, ou prenunciar uma aceleração persistente da inflação", ponderam os diretores do BC na ata da primeira reunião do Copom em 2004. Se a primeira hipótese apresentada pelo Copom for verdadeira, a inflação retornará no médio prazo à trajetória das metas, assim como aconteceu em setembro de 2003. O Copom reconhece que fatores "sazonais e extraordinários", como os aumentos nos preços de vestuário, ônibus urbano e cigarro, contribuíram para o resultado da inflação em dezembro de 2003. Cenário de recuperação da atividade se mantém O Copom reafirma, na ata de sua reunião da semana passada, divulgada hoje, sua crença de que a economia brasileira está vivendo um processo de recuperação. Para os diretores do BC, os dados apurados pelo IBGE sobre a produção industrial no País em novembro, é um dos indicadores que reforçam a tese de recuperação da atividade. "Entre julho e novembro, a média móvel trimestral da produção industrial já apresenta crescimento acumulado de 7,7%, em termos dessazonalizados", destacam os diretores na ata da primeira reunião do Copom de 2004. De acordo com a análise feita, somente o setor de bens de consumo semi e não duráveis, que depende mais fortemente dos rendimentos reais, ainda não vem apresentando taxas significativas de crescimento. "O cenário mais provável é de continuidade da expansão industrial", afirmam os diretores do BC. Essa perspectiva é explicada por alguns "indicadores antecedentes": consumo de energia elétrica, produção de aço bruto, fluxo de veículos pesados nas rodovias, e aumento da demanda estimulada pela "recuperação progressiva" dos rendimentos reais e pelo aumento do crédito. O crescimento na taxa de investimento também mereceu destaque na ata. "A absorção de bens de capital aumentou 27% entre julho e novembro e a produção de insumos para construção civil, 5% no mesmo período", apontam os diretores do BC. Aumento de consumo O Copom acredita na recuperação do consumo no País. "Os indicadores referentes a novembro mostram ainda com maior nitidez a recuperação do consumo", argumentam os diretores do BC na ata da primeira reunião do Comitê em 2004. "O crescimento das vendas no varejo superou o da produção industrial pela primeira vez desde o início do processo de recuperação da atividade econômica", destacam os diretores. O aumento de vendas físicas no País entre outubro e novembro foi de 2,1%. Considerando as médias móveis trimestrais, o aumento de novembro foi o sexto consecutivo. Conforme observado pelo Comitê, o crescimento no consumo tem sido mais intenso nos setores mais dependentes de crédito, como automóveis, móveis e eletrodomésticos. A redução da taxa de inadimplência, o crescimento da massa salarial e a queda na taxa de desocupação também são citados pelo Comitê como sinais de que a recuperação no consumo será continuada. Para os segmentos econômicos que são menos sensíveis às condições de crédito, o Comitê deixou um aviso. "A maior contribuição da política monetária à recuperação dos setores da indústria e do

comércio menos sensíveis às condições de crédito deverá advir de seu impacto indireto, por meio do aumento da ocupação e da renda que é naturalmente liderado pelos setores mais sensíveis e que gradualmente se dissemina pelo restante da economia, e não diretamente de um impulso redobrado de política monetária que tenda, no curto prazo, a exacerbar as diferenças de velocidade de retomada entre setores e a dar margem a pressões inflacionárias nos setores líderes", afirmam os diretores do BC. Contas externas O Copom destaca mais uma vez na ata de sua reunião mensal o desempenho do setor externo brasileiro. "O desempenho vem sendo extremamente favorável", afirmam os diretores do BC. O resultado da balança comercial e o superávit no saldo das transações correntes em 2003 são alguns dos pontos destacados pelo Comitê. "Além disso, o total de captações externas já superou US\$ 2 bilhões no início deste ano (2004) e o risco-país, acompanhando a melhor percepção de risco para a grande maioria dos países emergentes, manteve-se em trajetória de queda", afirmam os diretores. O Comitê ressalta entretanto que, embora "qualitativamente" compatíveis com os "padrões sazonais", o comportamento recente da inflação e as informações preliminares para janeiro provocaram uma revisão "para cima" das expectativas de inflação para o primeiro trimestre de 2004. Essa revisão, feita pelo mercado, foi liderada pelos analistas com melhor histórico, dentro do BC, na previsão de curto prazo da inflação. "Entre as vésperas das últimas reuniões do Copom, a mediana da expectativa de inflação para o primeiro trimestre de 2004 aumento de 1,51% para 1,61%. Quando se considera o grupo das cinco instituições com maior índice de acerto no curto prazo, entretanto, o aumento foi superior: de 1,48% para 1,68%", destacam. Ainda assim, as projeções do mercado para a inflação em 2004 e 2005 mantiveram-se estáveis, em 6% e 5%, respectivamente. 39% das empresas querem aumentos A sondagem industrial feita pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) este mês é mais um elemento apontado pelo Copom para justificar seu temor em relação à volta da inflação. "A maior pressão por recomposição de margens é também sugerida pela sondagem industrial da FGV de janeiro, que mostrou que 39% das empresas pretendem reajustar os preços ainda no primeiro trimestre", destacam os diretores do BC na ata da primeira reunião do Copom em 2004. "Vale ressaltar que as séries históricas de dados demonstram que há uma estreita correlação estatística entre tais intenções de aumentos de preços e do IPA da indústria de transformação", ponderam os diretores. (Estadão 29 de janeiro de 2004)

Meirelles diz que função do BC não é agradar o mercado

Em discurso na noite desta quinta-feira em cerimônia de aniversário da Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), o presidente do Banco Central, Henrique Meirelles disse que, no papel de regulador do mercado, o BC às vezes toma medidas que contrariam as expectativas do mercado. Falando sobre a ata do Copom divulgada nesta quinta, na qual o BC dá mostras de temer a volta da inflação, Meirelles disse que o controle da inflação é um processo constante que exige a atenção freqüente da autoridade monetária. Meirelles questionou aqueles que

afirmam que um crescimento de 3,5% é pouco, pedindo um crescimento maior. "Há riscos e obstáculos verdadeiros nesse trajeto. A própria ata do Copom de janeiro analisa alguns deles de forma detalhada", afirmou. Segundo o presidente do BC, esses obstáculos devem ser superados com responsabilidade. "Não com mágicas já tentadas no passado, com conseqüências negativas para nossa economia, ou com críticas tão fáceis quanto inconsequentes". Meirelles pediu ainda serenidade no debate econômico. "O passionalismo cheio de frases de efeito tem o seu papel em vários setores. Não ajuda muito o debate econômico", afirmou. Ele fez uma defesa veemente da sua atuação no BC e ironizou os críticos. "Às vezes, críticos parecem olhar o Banco Central como participante de um estranho esporte parecido com uma corrida em que, em lugar de barreiras convencionais, houvesse obstáculos mutantes e intransponíveis para os atletas". Ele listou o que seriam vitórias para o Brasil no primeiro ano e o que os "arautos da catástrofe" anunciavam como um novo desafio intransponível cada obstáculo vencido. Em primeiro lugar, Meirelles citou o risco da volta da inflação, que, segundo ele, foi contornado. O segundo exemplo citado seria o risco de que a livre flutuação do real elevaria um déficit na balança comercial e uma crise no real, o que também não aconteceu. Em seguida, afirmou, foi levantada a bandeira da dívida cambial. E o BC conseguiu diminuir o percentual dela. Depois, ele citou com ênfase que o BC estaria perdendo uma oportunidade de ouro de recompor reservas internacionais, mas o Tesouro comprou US\$ 11,2 bilhões ao longo do ano. "Sinceramente não me lembro de ter ouvido ou lido nenhuma retratação dos nossos antigos críticos", afirmou. (Estadão 30 de janeiro de 2004)

APÊNDICE 3 – REUNIÃO 94

Realizada em 18 de março de 2004, na gestão de Henrique de Campos Meirelles, com decisão por redução de 0,25% na taxa Selic (patamar de 16,25%). Choque expansionista:

3.1 Detalhamento de comunicação por parte do Banco Central

Detalhes sobre inflação no curto prazo:

13. Após três meses consecutivos de alta, a inflação medida pelo IPCA em fevereiro recuou para 0,61%, 0,15 p.p. abaixo do valor de janeiro. Houve quedas significativas nas inflações dos bens e serviços comercializáveis e administrados, que atingiram 0,07% e 0,26%, respectivamente. Já a inflação dos bens e serviços não comercializáveis subiu quase 0,7 p.p. no período, atingindo 1,64% em fevereiro, fortemente influenciada pelo aumento das mensalidades escolares. Excluindo esse item, a inflação do grupo não-comercializáveis teria sido de 0,73%, o que representaria queda de 0,24 p.p. em relação a janeiro. A inflação medida por outros índices de preço ao consumidor,

como o IPC-Fipe e o IPC-Br, teve quedas expressivas em fevereiro, de 0,5 p.p. e de 0,8 p.p., respectivamente, em relação ao mês anterior. Os índices gerais, entretanto, apresentaram evidências mistas, com queda do IGP-M e aumento do IGP-DI. Esse aumento foi causado, majoritariamente, pela maior inflação dos preços de produtos industriais no atacado, que atingiu 2,29% em fevereiro, 1,1 p.p. acima da registrada em janeiro.

14. A queda da inflação ao consumidor em fevereiro pode ser mais bem percebida pelo comportamento dos núcleos calculados pelo método de médias aparadas. O núcleo calculado com a suavização de itens preestabelecidos caiu de 0,73% para 0,48%, o menor valor desde junho de 2002, e o núcleo calculado sem suavização caiu de 0,63% para 0,28%. O núcleo calculado por exclusão de alimentos no domicílio e itens administrados subiu de 0,65% para 1,00%. Porém, assim como ocorreu com o grupo não-comercializáveis, o aumento do núcleo por exclusão pode ser explicado pelo comportamento das mensalidades escolares. Excluindo-se esse item, o núcleo teria caído para 0,45% em fevereiro. O melhor comportamento da inflação ao consumidor é corroborado, também, pela queda do núcleo do IPC-Br e pela proporção de itens no IPCA com reajuste positivo no mês, que caiu de 70,9% para 60,4%, valor abaixo da média observada nos três últimos trimestres de 2003. (Ata 94 Banco Central do Brasil)

Comentário importante em parágrafo 25 sobre choques de inflação:

25. Parte considerável do aumento da inflação no atacado nos últimos meses pode ser explicada por choques de oferta, dentre os quais destacam-se os impactos diferenciados da mudança de alíquota e de incidência da Cofins ao longo das cadeias produtivas e o aumento do preço internacional de algumas commodities e insumos intermediários. Ainda não há elementos que permitam inferir com precisão satisfatória a magnitude do impacto potencial desses choques sobre os preços ao consumidor, embora haja indicações muito preliminares, por exemplo, de que efeito da Cofins pode ser pequeno. Como se sabe, a teoria econômica e as melhores práticas de condução de política monetária recomendam a acomodação parcial de aumentos da inflação ao consumidor provocados por choques de oferta. O Copom inclusive adotou esse procedimento no passado recente, anunciando ao longo de 2002 revisões do objetivo a perseguir naquele ano e estabelecendo, em seguida, metas ajustadas para a inflação de 2003 e 2004. Não há, entretanto, um procedimento automático cuja aplicação se adapte indistintamente a qualquer circunstância, podendo o grau ótimo de acomodação depender de fatores como o estágio do ciclo em que se encontra a economia, as condições díspares de demanda entre setores afetados diferentemente pelos choques, a distância entre a inflação corrente e a inflação desejável a médio e longo prazos, e a resposta direta das expectativas de inflação dos agentes privados ao próprio choque. O Copom entende que as circunstâncias vigentes neste instante

não recomendam a adoção de procedimentos destinados à acomodação dos choques de oferta recentes. (Ata 94 Banco Central do Brasil)

As projeções de inflação estão abaixo da meta de 5,5% para 2004 e abaixo da meta de 4,5% em 2005. De acordo com o cenário de mercado, as projeções encontram-se acima da meta tanto para 2004 quanto para 2005. (Ata 94 Banco Central do Brasil)

Ponto relevante como mudança de comunicação, a autoridade monetária passa a realizar um modelo adicional, onde são acrescentados testes relacionados à choques de inflação e como resultado é obtida uma inflação abaixo da observada nos modelos tradicionalmente já utilizados pelo Banco Central:

22. O Copom avaliou ainda um terceiro conjunto de cenários, que supõe menor grau de persistência da inflação. Esses cenários contemplam a hipótese de que parte da inflação elevada do primeiro trimestre deste ano não se propagará pelos trimestres seguintes, podendo haver inclusive reversão de alguns aumentos ocorridos no período por força de condições climáticas momentaneamente desfavoráveis. Essa hipótese torna-se mais provável quanto maior for a eficácia da política monetária em exercer seu papel de coordenação, impedindo que aumentos pontuais da inflação provocados por choques de oferta, por fatores sazonais e por tentativas de recomposição de margens contaminem as expectativas futuras de inflação. A forma que o Copom utilizou para operacionalizar essa hipótese foi, atribuindo parte da inflação do primeiro trimestre a um choque de natureza sazonal, supor como contrapartida que choques da mesma natureza afetarão também a inflação de cada um dos demais trimestres do ano, e da mesma forma para 2005. A magnitude do choque típico de cada trimestre foi estimada de forma a reproduzir, nos modelos de projeção do Copom, o padrão sazonal observado nas séries recentes da inflação de preços livres. Como no exercício descrito no parágrafo anterior, neste a inflação do primeiro trimestre é aquela esperada pelas instituições Top 5 de curto prazo. Segundo este procedimento, e com as trajetórias de taxa de câmbio e de juros contidas no cenário de referência, a inflação projetada para 2004 e 2005 situa-se abaixo das metas. Quando se utilizam as trajetórias de taxa de câmbio e de juros esperadas pelo mercado, a inflação permanece acima da meta em 2004, porém mais próxima a ela do que no exercício que simplesmente incorpora as expectativas das instituições Top 5 para o primeiro trimestre, e a inflação de 2005 fica praticamente inalterada. (Ata 94 Banco Central do Brasil)

Sobre expectativas, BC comenta em parágrafo 19:

Após três meses consecutivos de deterioração, as expectativas de inflação para o primeiro trimestre de 2004 caíram, segundo pesquisa da Gerin. (Ata 94 Banco Central do Brasil)

Atividade econômica apresentou grande fraqueza em 2003, com PIB divulgado pelo IBGE apresentando variação de -0,3% no ano. Após estímulo empregado com ciclo de flexibilização monetária é observado um início de recuperação.

Parágrafos importantes sobre o dissenso:

26. Três membros do Copom consideraram ser mais adequado não alterar a taxa básica de juros nesta reunião. Esses membros recomendaram maior cautela na condução da política monetária no curto prazo, propondo que eventuais cortes na meta para a taxa Selic fossem deixados para um momento posterior, quando houvesse evidências adicionais de que a maior inflação ocorrida em janeiro e fevereiro não contaminaria a inflação dos meses seguintes e de que seria pequeno o impacto dos aumentos recentes dos preços no atacado sobre a dinâmica futura dos preços ao consumidor. Essa cautela aumentaria a probabilidade de uma ancoragem mais firme das expectativas inflacionárias e do comportamento dos formadores de preços para consolidar um quadro benigno de inflação como o capturado pelos cenários de baixa persistência analisados pelo Copom. Sendo assim, esses três membros votaram pela manutenção da meta para a taxa Selic em 16,5% a.a.

27. Já para a maioria dos membros do Copom, o comportamento recente dos índices de preços, a menor expectativa de inflação tanto para o curto prazo quanto para os próximos doze meses e a baixa intensidade registrada até agora do repasse ao varejo da inflação mais alta do atacado constituem evidência suficiente de redução do risco de descumprimento da meta de inflação para justificar a queda imediata da taxa Selic em 0,25 p.p.. Essas considerações indicam que a manutenção da taxa Selic em janeiro e fevereiro foi suficiente para elevar, neste momento, a probabilidade de materialização dos cenários de baixa persistência inflacionária considerados pelo Comitê, afastando o perigo de que o aumento da inflação ocorrido entre dezembro e fevereiro viesse a contaminar as expectativas de inflação e provocar uma mudança na dinâmica inflacionária. Assim, essa flexibilização da política monetária reflete a cautela necessária na administração do balanço de riscos entre inflação e a continuidade da retomada da atividade econômica. (Ata 94 Banco Central do Brasil)

3.2 Opiniões imprensa

Opiniões circulada em jornais da época em momento anterior a reunião:

Economista não crê em queda da Selic no próximo Copom
O economista Marcelo Serfaty, diretor da Fidúcia Asset Management, considera pouco provável que o Comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom) decida por um corte na taxa básica de juros (a Selic), em sua próxima reunião. "O Banco Central tem sido muito firme em

dizer que vai se focar no centro da meta inflacionária. Seja essa a estratégia permanente ou transitória, o fato é que, por enquanto, o real (a realidade) é que permanece. Isso diminui as chances de se ter um corte (na taxa de juros) agora em março", explicou Serfaty em entrevista ao programa Conta Corrente, da Globo News. Em sua avaliação, crescimento econômico é tarefa da autoridade monetária. Para Serfaty, o Banco Central tem como principal missão a defesa da moeda e, conseqüentemente, sua maior preocupação é com a inflação. "A questão do crescimento é a combinação de uma boa política monetária com a capacidade de gerar, por exemplo, um baixo grau de incerteza na economia, que é um dos dados que atraem investimentos, com uma política fiscal que dê solidez e que permita, claramente, uma eficiente alocação do dinheiro público. Isso, portanto, é um esforço de governo (e não apenas do Banco Central)." Waldomiro Para o diretor do Fidúcia, a crise política aberta com escândalo Waldomiro Diniz certamente posterga investimentos, o que diminui as chances de o País alcançar o crescimento econômico pretendido pelo governo para este ano. "Seria ótimo que toda essa crise em andamento fosse rapidamente esclarecida", afirmou. Só assim, segundo sua conclusão, o governo Lula manteria a confiança dos investidores no País. (Estadão 4 de março de 2004).

Mercado crê na manutenção dos juros, mostra pesquisa BC

Às vésperas da reunião do Copom, as instituições financeiras ouvidas na pesquisa semanal do Banco Central resolveram seguir a voz da maioria e passaram a apostar na estabilidade dos juros neste mês. Em consequência, as estimativas de taxa de juros para o final do corrente mês subiram de 16,32% para 16,50% ao ano. A mudança ocorreu na mesma semana em que o mercado foi surpreendido pela divulgação de índices de preços do atacado acima do esperado. A queda dos juros, na opinião da maioria das instituições financeiras consultadas na pesquisa divulgada hoje, ficará para o mês de abril, quando a taxa Selic deverá recuar de 16,50% para 16% ao ano. Para o final do ano, as projeções foram ajustadas de 13,81% para 13,84% ao ano, com a expectativa de redução das taxas ao longo de 2004 se estreitando de 2,69 para 2,66 pontos percentuais. As expectativas de juros para o fim de 2005, em contrapartida, ficaram estáveis em 12,50% ao ano. As projeções de juros médio para o ano em curso avançaram, por sua vez, de 15,10% para 15,20% ao ano e as previsões de taxa média de 2005 aumentaram de 13,20% para 13,25% ao ano. Projeção para IPCA cai As projeções de mercado para o IPCA deste ano recuaram de 6% para 5,95%, mostra a pesquisa. Apesar de menor, o percentual projetado pelas instituições financeiras ouvidas na enquete ainda é maior que a meta de 5,5%. Para o próximo ano, as expectativas seguiram estáveis pela trigésima sexta semana em 5%, contra uma meta de 4,5%. Apesar de o sistema de metas brasileiro admitir um intervalo de tolerância de 2,5 pontos percentuais para cima e para baixo, o BC tem insistido que trabalha com o objetivo de alcançar o centro da meta. A mesma pesquisa identificou um recuo das previsões de IPCA nos próximos 12 meses de 5,64% para 5,38%, ficando abaixo dos 5,69% estimados há quatro semanas. As previsões de IPCA para março continuaram estáveis nos mesmos 0,43% da

pesquisa divulgada na semana passada. Divulgada pela primeira vez, as previsões de IPCA para abril ficaram em 0,40%, um pouco menor que o percentual projetado para março. As estimativas de IGP-DI para março subiram, por sua vez, de 0,40% para 0,53%, enquanto as previsões para o ano como um todo foram revisadas de 6,48% para 7,34%. As previsões para o IGP-M de março seguiram a mesma tendência e subiram de 0,40% para 0,60%, com as estimativas para o ano aumentando de 6,75% para 7,17%. As expectativas para o IPC da Fipe deste mês, em contrapartida, ficaram estáveis em 0,35%, enquanto as estimativas para o ano subiram de 5,51% para 5,52%. As estimativas de mercado para o reajuste dos preços administrados neste ano aumentaram de 7% para 7,10% em pesquisa semanal feita pelo Banco Central (BC). As projeções para 2005, entretanto, continuaram estáveis em 6%. Projeção para câmbio cai As previsões de mercado para a taxa de câmbio no final do ano recuaram de R\$ 3,10 para R\$ 3,05. Em contrapartida, as estimativas de câmbio no fim de 2005 ficaram estáveis em R\$ 3,25. As expectativas de câmbio médio para o ano em curso, por sua vez, recuaram de R\$ 2,98 para R\$ 2,96. As previsões de taxa média de câmbio para 2005 seguiram a mesma tendência e recuaram de R\$ 3,18 para R\$ 3,16. Para o fim do mês em curso, as previsões de mercado para o câmbio ficaram estáveis em R\$ 2,90, enquanto as estimativas para abril apontaram para um câmbio de R\$ 2,92. (Estadão 15 de março de 2004).

Opiniões circulada em jornais da época em momento posterior a reunião:

BC buscará o centro da meta de inflação, diz Meirelles
O presidente do Banco Central, Henrique Meirelles, recusou-se hoje a fazer comentários sobre a decisão do Comitê de Política Monetária do BC (Copom), que na quarta-feira passada reduziu a Selic, a taxa básica de juros da economia, em 0,25 ponto percentual ? a Selic passou de 16,5% ao ano para 16,25% ao ano. De acordo com Meirelles, o sistema de comunicação do BC com o mercado são as notas e atas que se seguem às reuniões do Copom. O presidente do BC negou-se também a apresentar cenários para a inflação futura. Ele acrescentou que a economia brasileira tem todas as condições para crescer 3,5% ou mais neste ano e explicou que, mesmo com esse objetivo, o BC continuará trabalhando para alcançar o centro da meta inflacionária, que é de 5,5%. Meirelles destacou que o mais importante desse crescimento é que ele se dará com base na estabilidade de preços e do equilíbrio fiscal. Meirelles participa, neste momento, da cerimônia de posse da diretoria executiva da Associação dos Dirigentes de Vendas e Marketing do Brasil, seccional de Santa Catarina. Condições garantidas Meirelles destacou a solidez dos fundamentos econômicos brasileiros como base para as condições da retomada do ciclo de crescimento sustentado do País. Ele citou os bons resultados da balança comercial, os saldos positivos em conta corrente, que reduzem a vulnerabilidade externa da economia, a queda da taxa de risco país, e o recuo da dívida interna

indexada ao dólar. Ele participa, neste momento, da cerimônia de posse da diretoria executiva da Associação dos Dirigentes de Vendas e Marketing do Brasil, seccional de Santa Catarina. (Estadão 19 de março de 2004).

Redução do risco de inflação explica baixa no juro, diz Copom

O comportamento recente dos índices de preços, a menor expectativa de inflação no curto e médio prazo (próximos 12 meses) e a baixa intensidade registrada do repasse ao varejo da inflação mais alta do atacado foram os elementos citados pela maioria dos integrantes do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central para justificar a decisão de reduzir em 0,25 ponto percentual a meta da taxa Selic na reunião da semana passada. De acordo com a ata do encontro, divulgada esta manhã pelo BC, esses três fatores, na visão desses integrantes do Comitê, constituíram "evidência suficiente" da redução do risco de descumprimento da meta de inflação, o que justificou, portanto, a decisão de cortar a meta da taxa Selic para 16,25% ao ano. "Essas considerações indicam que a manutenção da taxa Selic em janeiro e fevereiro foi suficiente para elevar, neste momento, a probabilidade de materialização dos cenários de baixa persistência inflacionária considerados pelo Comitê, afastando o perigo de que o aumento da inflação ocorrido entre dezembro e fevereiro viesse a contaminar as expectativas de inflação e provocar uma mudança na dinâmica inflacionária. Assim, essa flexibilização da política monetária reflete a cautela necessária na administração do balanço de riscos entre inflação e a continuidade da retomada da atividade econômica", justificam os diretores do BC. A redução da meta Selic foi defendida por seis dos nove integrantes do Copom. De acordo com a ata, três membros do Comitê consideraram ser mais adequado não alterar a taxa básica de juros na reunião de março e votaram, portanto, pela manutenção da Selic em 16,50% ao ano. "Esses membros recomendaram maior cautela na condução da política monetária no curto prazo, propondo que eventuais cortes na meta para a taxa Selic fossem deixados para um momento posterior, quando houvesse evidências adicionais de que a maior inflação ocorrida entre janeiro e fevereiro não contaminaria a inflação dos meses seguintes e de que seria pequeno o impacto dos aumentos recentes dos preços no atacado sobre a dinâmica futura dos preços ao consumidor", explica o Comitê na ata. Na visão desses três diretores, essa cautela aumentaria a probabilidade de uma "ancoragem mais firme" das expectativas inflacionárias e do comportamento dos formadores de preços para consolidar um "quadro benigno" de inflação como o capturado pelos cenários de baixa persistência analisados pelo Copom. (Estadão 25 de março de 2004).

Não há constrangimento em corte da Selic, afirma Meirelles

O presidente do Banco Central, Henrique Meirelles, durante audiência pública na Comissão de Assuntos Econômicos (CAE) do Senado, disse que a decisão do Copom de reduzir neste mês a Selic, a taxa básica de juros da economia, em 0,25 ponto percentual ? de 16,5% ao ano para 16,25% ao ano - mostra que o comitê "não está preso a atas". A

afirmação de Meirelles foi feita após questionamento do senador Arthur Virgílio (PSDB-AM), que havia afirmado que a ata de janeiro havia aprisionado as demais atas do Copom. Segundo Meirelles, as decisões do Copom são tomadas tendo como base os melhores dados disponíveis no momento das reuniões. Segundo ele, depois do corte de 10 pontos percentuais no segundo semestre de 2003, o Comitê de Política Monetária (Copom) decidiu no início deste ano dar uma parada para analisar os efeitos dos cortes e o comportamento dos indicadores de preços. Neste mês, o Copom entendeu que havia espaço para um novo corte da meta da Selic. "O Comitê mostrou que não há constrangimento na tomada de decisões." Ousadia Meirelles, afirmou ainda, em resposta a uma pergunta do senador José Agripino Maia (PFL-RN), que a ousadia não é necessariamente positiva. Meirelles lembrou que, no passado, o Brasil já adotou medidas "de muita ousadia", como o confisco da poupança, congelamento de preços, uso de tablitas e a moratória da dívida externa. "Essas medidas foram muito ousadas", disse Meirelles. O presidente do BC aproveitou ainda para dizer que ousadia é "fazer o certo". "Temos que ter a ousadia de dizer que o caminho certo é esse e que vamos segui-lo", afirmou. (Estadão 25 de março de 2004).

APÊNDICE 4 – REUNIÃO 96

Realizada em 19 de maio de 2004, na gestão de Henrique de Campos Meirelles, com decisão por manutenção da taxa Selic (patamar de 16,00%). Choque contracionista:

4.1 Detalhamento de comunicação por parte do Banco Central

Sobre inflação é observada desaceleração na ponta, fator decorrente principalmente por preços de alimentos, mas núcleos também recuam na margem. Sobre projeções, encontram-se ligeiramente acima da meta para 2004 e abaixo da meta 2005 no cenário base e acima da meta tanto para 2004 quanto 2005 no cenário de mercado. Expectativas de mercado apresenta elevação desde o último comitê.

Parágrafo 15 sobre inflação

15. A taxa de variação do IPCA em abril por si só não indica, evidentemente, que a inflação esteja se acomodando nesse patamar mais baixo, mas é, isto sim, evidência do alívio sazonal incorporado aos exercícios de projeção com que o Copom vem trabalhando, sob a hipótese de que a inflação relativamente mais alta do primeiro trimestre teria baixa persistência. Mesmo a reversão já observada de aumentos anteriores nos preços de alimentos fazia parte do alívio sazonal

esperado, conforme observado em Notas das últimas reuniões. A evolução do IPCA na margem foi consistente com as projeções que o Copom vinha considerando em reuniões recentes sob a hipótese de baixa persistência da inflação do primeiro trimestre. (Ata 96 Banco Central do Brasil)

Sobre atividade, Banco Central aponta para uma contínua e disseminada recuperação, com indústria, comércio e varejo avançando. Emprego apresenta maior defasagem e segue deprimido.

O cenário externo com maior volatilidade é a maior mudança entre comitês segundo o Banco Central, porém, algo que ainda está longe de ser caracterizado como uma crise. Ainda, aponta novamente que o Brasil está mais preparado para eventos externos do que no passado.

Novos parágrafos importantes sobre a decisão:

30. No regime de metas para a inflação, a autoridade monetária orienta suas decisões de acordo com os valores futuros projetados para a inflação, analisando diversos cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços. O atual contexto de dúvidas em relação à evolução do cenário externo tem gerado uma volatilidade de curto prazo que tende a aumentar a incerteza em relação ao comportamento futuro da inflação, dificultando tanto a avaliação de cenários pela autoridade monetária quanto a coordenação de expectativas dos agentes privados. Nesse ambiente, uma volatilidade determinada por fatores de risco que não deverão prevalecer no médio prazo, quando o cenário externo estiver melhor definido, poderia afetar de forma mais duradoura as expectativas de inflação.

31. Três dos membros do Copom consideraram que o risco de contaminação das expectativas por essa volatilidade de curto prazo seria suficientemente baixo, de modo que se justificaria uma redução de 25 p.b. na taxa de juros na reunião corrente. Seis membros, entretanto, consideraram que os riscos de contaminação poderiam se elevar substancialmente se a política monetária não agisse de forma preventiva à possibilidade de que parte das mudanças recentes do cenário externo seja duradoura. Ademais, a maioria considerou que o grau de incerteza envolvido nos exercícios de projeção que guiam sua decisão aumentou suficientemente para recomendar a prática costumeira entre bancos centrais em circunstâncias semelhantes, no sentido de mover seus instrumentos de política monetária menos do que o fariam se a incerteza adicional não estivesse presente. Esses seis membros entenderam que a decisão mais adequada seria então manter a taxa básica inalterada. (Ata 96 Banco Central do Brasil)

4.2 Opiniões da imprensa

Opiniões circulada em jornais da época em momento anterior a reunião:

Economista não vê motivo para BC interromper corte dos juros

O economista da Fundação Getúlio Vargas, Salomão Quadros, disse na noite desta segunda-feira que "não há razão para o Banco Central interromper a trajetória de queda dos juros e ser mais conservador" por causa das fortes oscilações do mercado financeiro que colocaram o valor do dólar acima dos R\$ 3. Ele acredita que a próxima reunião do Copom deverá se encerrar, como nas últimas vezes, com o anúncio de corte de 0,25 ponto porcentual na taxa Selic, que está em 16% ao ano. Segundo o economista, a atual alta do dólar talvez esteja antecipando a alta dos juros norte-americanos. "Mas se os Estados Unidos subirem o juro de 1% para 1,5% isso não vai sugar o capital todo daqui. Só sinaliza que acabou uma fase de tranquilidade", afirmou. Quadros considera que "não há fundamento para ter uma alta continuada do dólar". Ele lembrou que a balança comercial e as transações em conta corrente estão indo bem. Ele observou que normalmente só há repasse de alta do dólar para a inflação "quando há muita tensão cambial acumulada". De acordo com ele, "como há muito tempo o dólar está parado, não deve haver repasse para os preços, por enquanto". (Estadão 10 de maio de 2004).

Onda especulativa vai perder o fôlego, prevê economista

Há um exagero especulativo no mercado financeiro mundial, que está afetando duramente a economia brasileira, de forma indevida, segundo avalia o economista Danny Rappaport, da Investport Gestão de Recursos. Para ele, uma das explicações pode ser a forte valorização obtida pelos títulos e ações do País nos últimos meses. Entrevistado no programa Conta Corrente, da Globo News, ele prevê, contudo, que o mercado voltará à normalidade nas próximas semanas. Rappaport chamou a atenção para um aspecto que não vem sendo considerado pelos analistas, relacionado à economia americana: a possibilidade da redução dos investimentos e dos gastos governamentais por parte do governo de Washington após as eleições de novembro próximo. Em sua opinião, porém, os juros americanos não devem subir a um nível que atrapalharia os fluxos de capitais para o Brasil. "Existe uma onda extremamente pessimista agora, mas que de qualquer maneira vai ser vista com cautela pelos investidores. "O País mudou Rappaport aconselha os investidores a deixar um pouco de lado os últimos dez anos, quando o Brasil se transformou em um forte captador de capital estrangeiro para cobrir o seu fluxo de pagamentos. "Hoje, a situação é muito diferente. Portanto, de certa maneira, o Brasil é um país que pode até ser privilegiado neste cenário internacional (de incertezas)." Taxa Selic O economista não descarta a possibilidade de que, em sua reunião desta semana, o Comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom) promova um novo corte na taxa básica de juros (a Selic). Ele lembra que a economia não está sofrendo um excesso de demanda por parte dos consumidores, o que previne um aumento da inflação. Para ele, o Banco Central pode adotar uma política anticíclica, para mostrar que o País se encontra hoje uma situação diferente do passado, quando

a taxa de juros subia lá fora e aqui tinha de subir muito mais. (Estadão 11 de maio de 2004).

Selic não deve cair, prevê Rosenberg

Apesar de defender uma queda de pelo menos 0,25% na reunião de hoje do Comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom), o economista Luiz Paulo Rosenberg, diretor da Rosenberg Associados, acredita que a autoridade monetária deverá adotar uma atitude conservadora, com o dia terminando com a taxa básica de juros (a Selic) nos atuais 16% ao ano. Entrevistado no programa Conta Corrente, da Globo News, ele considerou que o País está vivendo um falso dilema na questão dos juros, o que moverá a decisão dos membros do Copom. Ao defender uma redução de 0,25%, Rosenberg explicou que tal percentual, embora pequeno, faz todo o sentido em termos políticos. "Dá um sinal favorável, sem que nada de aperto produzido pelos juros seja perdido. Amanhã (hoje) à tarde, nós continuaremos tendo uma taxa de juros intolerável." Superávit primário Para Rosenberg, na condução da política econômica, o relevante não é o superávit primário (receita menos despesa, sem considerar os gastos com juros), mas sim o superávit operacional nominal, ou seja, o total líquido de despesas. "Suponha, como a maioria dos economistas do mundo inteiro supõe, que não seja necessária essa taxa de juros real. Então, você tem condições de baixar mais os juros e, com isso, dinamizar a economia, gerar impostos e, conseqüentemente, atender (as idéias) do Veloso (economista Raul Veloso) e escutar o Pastore (economista Affonso Celso Pastore). Petróleo Rosenberg se confessou preocupado com a forte elevação nos preços do petróleo, pois afeta a inflação nos países principais países, além de provocar aumento nas taxas de juros externas. Ele defendeu um aumento nos preços da Petrobras, considerando-os nitidamente defasados. "Nós podemos discutir se essa defasagem é de 10%, 15% ou 20%. E não vai haver uma queda no preço do petróleo a curto prazo, abaixo de 30 ou 35 dólares (o barril). Conseqüentemente, não tem problema nenhum de subir ou baixar. Ficar insistindo nisso (a Petrobras mantendo os preços atuais) é simplesmente uma concessão política, que sacrifica a saúde e, portanto, a capacidade de investimento da empresa mais importante do País." (Estadão 19 de maio de 2004).

Opiniões circulada em jornais da época em momento posterior a reunião:

Turbulência nos mercados faz BC interromper queda do juros

Depois de mais de 3 horas de reunião, o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central decidiu, por 6 votos a 3, manter a taxa básica de juros, a Selic, em 16% ao ano, sem tendência de alta ou de baixa. Segundo a nota do Copom, as turbulências recentes nos mercados recomendam uma atuação prudente. Os três votos contrários defenderam uma queda de 0,25 pontos percentuais. A decisão interrompe as duas quedas de 0,25 pontos percentuais adotadas em março e abril. A ata da reunião de maio será divulgada na próxima quinta-feira. A próxima reunião do Copom será dias 15 e 16 de junho. Leia a nota do Comitê:" Na avaliação do Copom, o cenário para a

evolução da economia brasileira nos próximos meses combina a continuidade da retomada da atividade observada desde a segunda metade de 2003 com a convergência da inflação para a trajetória das metas. No entanto, dada a volatilidade recente, é recomendável que a autoridade monetária atue de forma prudente para evitar que essa volatilidade de curto prazo venha a ter efeitos duradouros sobre as variáveis domésticas não justificáveis pelos sólidos fundamentos da economia. Diante disso, o Copom decidiu manter a taxa Selic em 16% ao ano, sem viés, por seis votos a favor e três votos pela redução da taxa Selic em 0,25 ponto percentual". (Estadão 19 de maio de 2004).

Cenário externo justificou manutenção dos juros, diz Copom
O Banco Central decidiu manter a taxa Selic em 16% ao ano na última reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) para evitar que a volatilidade de curto prazo contaminasse o comportamento da inflação. Essa foi a avaliação dos seis diretores do BC que votaram pela interrupção da queda dos juros, de acordo com a ata divulgada esta manhã pelo BC. Os diretores consideraram que os riscos de contaminação poderiam se elevar substancialmente se a política monetária não agisse de forma preventiva à possibilidade de que parte das mudanças recentes do cenário externo seja duradoura. A maioria dos integrantes do Copom considerou que o grau de incerteza envolvido nos exercícios de projeção que guiam as suas decisões aumentou "suficientemente". De acordo com a ata, a prática dos bancos centrais em circunstância semelhantes é a de "mover seus instrumentos de política monetária menos do que fariam se a incerteza adicional não estivesse presente". Outros três diretores consideram que não havia risco de contaminação e que a taxa poderia ser reduzida em 0,25 pontos percentuais. "O atual contexto de dúvidas em relação à evolução do cenário externo tem gerado uma volatilidade de curto prazo que tende a aumentar a incerteza em relação ao comportamento futuro da inflação, dificultando tanto a avaliação de cenários pela autoridade monetária quanto a coordenação de expectativas dos agentes privados", afirma a ata. O Copom avaliou que, nesse ambiente, uma volatilidade determinada por fatores de riscos que não deverão prevalecer no médio prazo, quando o cenário externo estiver melhor definido, poderia afetar de forma mais duradoura as expectativas de inflação. (Estadão 27 de maio de 2004).

APÊNDICE 5 - REUNIÃO 100

Realizada em 15 de setembro de 2004, na gestão de Henrique de Campos Meirelles, com decisão por elevação de 0,25% na taxa Selic (patamar de 16,25%). Choque contracionista:

5.1 Detalhamento de comunicação por parte do Banco Central

Apesar de redução no IPCA cheio na ponta, inflação encontra-se pressionada e em nível elevado.

13. O recuo da inflação medida pelo IPCA, de 0,91% em julho para 0,69% em agosto, resultou do arrefecimento da pressão dos preços monitorados, enquanto a inflação dos preços livres sofreu aceleração, devido primordialmente à alta dos preços dos alimentos in natura. Durante o ano corrente, a inflação mensal dos preços livres ficou abaixo de 0,50% apenas em abril, apresentado uma média de 0,60%, exatamente igual à taxa de agosto, excedendo de forma sistemática, portanto, patamares compatíveis com as metas de inflação estabelecidas para este e para os próximos anos. No acumulado de 12 meses, observa-se, desde maio, tendência de aceleração tanto no IPCA quanto em seus componentes, classificados em comercializáveis, não-comercializáveis e monitorados. A inflação no atacado, medida pelo IPA-DI, havia apresentado alguma desaceleração em meses anteriores, mas voltou a subir, passando de 1,35% em julho para 1,59% em agosto. Em particular, em linha com o ocorrido no passado, a aceleração recente dos preços industriais no atacado deverá ter impacto, ao longo dos próximos meses, sobre os itens correlatos nos índices de preços no varejo. A intensidade desse repasse dependerá, evidentemente, das condições vigentes de demanda final com que se depararão os setores envolvidos.

14. Os núcleos de inflação do IPCA permanecem relativamente estabilizados, mas em níveis elevados. No trimestre de junho a agosto, o núcleo por exclusão de alimentos e de preços administrados acumulou variação equivalente a uma taxa anualizada de 6,4%, bastante inferior à do IPCA cheio (9,6% na mesma medida), divergência que reflete a contribuição preponderante dos preços administrados e dos alimentos para a inflação do período. Ainda assim, a despeito de excluir justamente os focos mais notórios de pressão sobre os preços no varejo nesses três meses, essa variação é indicativa de uma tendência subjacente incompatível com a trajetória das metas para a inflação. No acumulado do ano até agosto, o núcleo por exclusão ainda permanece acima da inflação plena medida pelo IPCA. Os núcleos calculados pelo método de médias aparadas também registram patamares elevados, com taxas anualizadas de 6,6% no caso do núcleo sem suavização e de 7% com suavização, no trimestre de junho a agosto, e taxas anualizadas de 6,2% e 7,5%, respectivamente, no acumulado dos oito primeiros meses de 2004. (Ata 100 Banco Central do Brasil)

Projeções de inflação e expectativas dos agentes se elevam, com Banco Central comentando sobre inércia, que coloca em risco inflação de 2005.

Parágrafo importantes para a compreensão da decisão:

28. O fato de que os diversos índices de inflação superarão em 2004 a meta central de 5,5% estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para o IPCA terá implicações, por intermédio de mecanismos

de inércia inflacionária, sobre a inflação de 2005. A inércia atinge tanto os preços administrados, por força de cláusulas contratuais de reajuste de tarifas, quanto os preços livres, cuja formação responde em parte às expectativas de inflação futura mas também à inflação observada no passado. Estimativas do Copom indicam que a inércia inflacionária teria, na ausência de reação da política monetária, um impacto de 0,9 ponto percentual sobre a inflação do IPCA em 2005. O Copom entende que a flexibilidade inerente ao regime de metas para a inflação permite que a inércia inflacionária não seja integralmente combatida em um só ano, de forma a promover uma transição mais suave para as metas de inflação de médio prazo. À semelhança de estratégia que já adotou no passado, o Comitê entende ser recomendável combater em 2005 1/3 dessa inércia, acomodando temporariamente os 2/3 remanescentes. Essa decisão significa que os instrumentos de política monetária deverão ser calibrados de modo a perseguir em 2005 uma inflação de 5,1%, correspondente à meta central de 4,5% fixada pelo CMN, acrescida de 0,6% a título de acomodação parcial da inércia inflacionária herdada de 2004.

29. Embora o método empregado pelo Copom para estimar a inércia inflacionária seja muito semelhante ao que foi utilizado no passado para o cálculo do componente inercial das metas ajustadas de inflação, o Comitê entende que as circunstâncias atuais não recomendam que se reproduza integralmente o procedimento das metas ajustadas. Em particular, o sistema de metas ajustadas permitia, além da decisão antecipada de acomodar parte da inércia herdada do ano anterior, novos ajustamentos ao longo do próprio ano ao qual a meta dizia respeito, pela incorporação do efeito primário de determinados choques. O quadro de maior estabilidade que o país vive agora possibilita, no entendimento do Copom, que a condução da política monetária se guie ao longo de 2005 por um objetivo predeterminado para a inflação, que se restrinja a acrescer à meta central fixada pelo CMN o componente de acomodação parcial da inércia inflacionária. A fixação de tal objetivo neste momento deve-se ao fato de que a política monetária atua com defasagens temporais sobre a atividade e sobre a inflação e, por isso, é necessário calibrá-la com a devida antecipação de forma a obter os efeitos desejados.

30. É importante sublinhar que o Copom interpreta o objetivo de 5,1% para a inflação de 2005 como exercício judicioso da flexibilidade proporcionada pelo intervalo de tolerância estabelecido pelo CMN em torno de sua meta central para a inflação, intervalo esse que permanece inalterado. O fato de que a política monetária passará a objetivar uma inflação já superior à meta central antes mesmo que se inicie seu período de aferição sugere que novos choques que venham a perturbar a dinâmica inflacionária sejam tratados de forma assimétrica. Assim, o Copom precisará ser ainda menos tolerante em relação a choques que ameacem tornar a inflação maior do que o seu objetivo de 5,1% em 2005, tirando ao mesmo tempo proveito máximo de eventuais choques

favoráveis como oportunidade para reaproximar a inflação da trajetória de metas estipulada pelo CMN.

31. Os membros do Copom concordaram que, mantendo-se inalterada a postura da política monetária, a forte expansão da atividade econômica não apresenta sinais de estar em processo espontâneo de acomodação para um ritmo de preenchimento do hiato do produto compatível com a convergência da inflação para sua trajetória de metas. As projeções de inflação do Comitê indicam risco em elevação de que a inflação continue se afastando dessa trajetória. Em particular, essas projeções já apontam para inflação acima dos 5,1% adotados como objetivo para 2005, sob a hipótese de que os juros básicos se mantivessem constantes em 16% ao longo do horizonte de projeção. A tendência subjacente da inflação, capturada pelas diversas medidas de núcleo, encontra-se relativamente estacionada em patamares incompatíveis com a trajetória das metas. Riscos adicionais à dinâmica dos preços são representados pela tendência de deterioração das expectativas de inflação dos agentes privados, pela situação ainda bastante indefinida no mercado internacional de petróleo, e pela pressão potencial da aceleração dos preços industriais no atacado sobre os preços no varejo, em um ambiente capaz de acomodar recomposições de margem de lucro, inclusive as requeridas por reajustes salariais que tendam a elevar o rendimento real médio entre dissídios.

32. Essas considerações levaram os membros do Copom a concluir consensualmente que seria necessário dar início a um processo de ajuste moderado do instrumento de política monetária. Como existem defasagens entre a implementação da política monetária e seus efeitos sobre a economia, bancos centrais devem necessariamente atuar de forma preventiva, antes que os dados contemporâneos permitam identificar sinais de descontrole inflacionário ou de pressões excessivas de demanda. Na verdade, ao considerar o cenário prospectivo para a evolução da economia ao longo de um horizonte de tempo mais longo, a atuação da política monetária busca exatamente evitar que tais sinais possam se consolidar. Se os dados correntes já permitissem identificar sinais de descontrole inflacionário ou de pressões excessivas de demanda, o ajuste na política monetária não poderia ser feito nas bases que estão sendo consideradas pelo Comitê.

33. Esse ajuste moderado terá como objetivo promover a convergência da inflação para a trajetória de metas, já incorporado o objetivo de uma variação de 5,1% no IPCA em 2005. Ao compatibilizar o ritmo de preenchimento do hiato do produto no curto e médio prazos com a trajetória de metas para a inflação, esse ajuste evitará que medidas mais drásticas venham a ser necessárias no futuro para desinflacionar a economia, cujos danos ao ciclo de crescimento poderiam ser grandes. Além disso, evitar que a inflação possa vir a se acelerar é crucial para que tenha prosseguimento de forma saudável e balanceada o processo de retomada da atividade iniciado em 2003, pela preservação das forças que darão sustentação aos componentes da demanda doméstica mais

dependentes da renda do trabalho. Nesse sentido, o ajuste da política monetária tem como objetivo último oferecer condições de sustentabilidade de longo prazo ao processo de crescimento da economia brasileira.

34. Foi também consensual entre os membros do Copom que, à luz do cenário considerado neste momento, esse ajuste moderado deveria ser implementado de forma gradual, diferentemente do tratamento de choque recomendável em episódios de crise como os vividos pelo Brasil em anos anteriores. Cinco membros do Comitê concluíram que um aumento de 0,25 p.p. na taxa Selic seria adequado para dar início a esse processo de ajuste, de modo a tornar o mais suave possível a inflexão da trajetória da taxa básica e minimizar o risco de turbulências ao seu primeiro impacto. Os três membros restantes votaram por um aumento de 0,5 p.p., que em sua avaliação proporcionaria uma sinalização mais condizente com a magnitude do movimento total capaz de promover a convergência da inflação para a trajetória de metas, e corresponderia melhor à velocidade ótima de implementação desse processo de ajuste. (Ata 100 Banco Central do Brasil)

5.2 Opiniões imprensa

Opiniões circulada em jornais da época em momento anterior a reunião:

Mercado prevê Selic estável em setembro e maior em outubro
As instituições financeiras ouvidas em pesquisa semanal do Banco Central (BC) deixaram inalteradas em 16% ao ano suas projeções de taxas de juros para o corrente mês. A manutenção divulgada hoje na página do BC na Internet veio na véspera da reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) que começa amanhã e termina na quarta-feira. As previsões para outubro, por outro lado, subiram dos 16% ao ano da semana passada para 16,25% ao ano, demonstrando uma disposição dos bancos em apostarem numa alta de juros só no próximo mês. As estimativas de juros para o final do ano também aumentaram, passando de 16% para 16,50% ao ano. Para o fim de 2005, as projeções continuaram centradas na taxa de 15% ao ano. Expectativa para dólar recua
As previsões de taxa de câmbio para o fim de setembro caíram de R\$ 3,00 para R\$ 2,97 na pesquisa do BC. Apesar da queda, o valor projetado pelo mercado ainda se encontra distante dos R\$ 2,90 do fechamento da última sexta-feira. As estimativas para o final de outubro, por sua vez, recuaram de R\$ 3,01 para R\$ 3,00. As estimativas de câmbio para o fim do ano, no entanto, ficaram estáveis em R\$ 3,05. Para o final de 2004, as projeções de mercado também não se alteraram e continuaram em R\$ 3,20 pela segunda semana consecutiva. (Estadão 13 de setembro de 2004).

Opiniões circulada em jornais da época em momento posterior a reunião:

Langoni elogia alta da Selic

O ex-presidente do Banco Central, Carlos Langoni elogiou a decisão do Comitê de Política Monetária (Copom) de aumentar a taxa básica de juros em 0,25 ponto: "Foi um pequeno aumento de juros, mas um grande passo na direção da estabilidade", afirmou Langoni, parodiando o astronauta Neil Armstrong, durante o programa Conta Corrente, da Globo News. "A ação do Banco Central foi bastante correta, no momento certo de até corajosa, visando quebrar expectativas inflacionárias que estavam se cristalizando." Carlos Langoni analisou a possibilidade de, como tem sido especulado por parte da imprensa, complementar a alta dos juros com uma elevação do superávit fiscal, a fim de potencializar seus resultados: "Seria extremamente eficiente", sentenciou. Ele disse que a combinação com a política fiscal apertada facilitaria a ação do Banco Central. "Vai exigir uma menor dosagem e aperto monetário para obter o mesmo resultado em termos de queda da inflação." Excesso de arrecadação O ex-presidente concorda com aqueles que gostariam de ver o governo utilizar o chamado "excesso de arrecadação" para diminuir o estoque da dívida. Ele sugeriu a possibilidade de usar esses recursos para constituir um fundo de equalização fiscal: "Poderia ser dirigido para reduzir o endividamento do setor público, ou até mesmo ajudar no controle direto à inflação", propôs. "Mas na prática a agilidade está na política monetária: O BC vai tentar seguir uma política gradualista, ajustar a taxa de juros no patamar mínimo necessário." Combate à inflação Para o economista, o Banco Central deverá prosseguir com o aperto monetário até que ocorra a convergência entre a expectativa de inflação e a meta de 4,5% para 2005. "O que eu achei interessante do noticiário foi a reação do mercado futuro de juros já apresentando uma tendência de queda", frisou Langoni. "Você aperta a política monetária, os juros de curto prazo podem subir, mas se ela for bem executada e se houver credibilidade no compromisso do governo com a estabilidade, os juros de longo prazo começam a cair", justificou. "E é isso o que vai permitir que a economia continue crescendo, que os investimentos continuem acontecendo." (Estadão 17 de setembro de 2004).

Analistas esperam Selic maior em outubro e no final de 2004

As projeções dos analistas do mercado financeiro para a Selic, a taxa básica de juros da economia, no final do ano subiram de 16,50% para 16,75% em pesquisa semanal do Banco Central (BC). A elevação ocorreu após a decisão do Comitê de Política Monetária (Copom) de aumentar na semana passada os juros de 16% para 16,25% ao ano. Apesar do aumento, o percentual projetado na pesquisa ainda está abaixo dos 17% ao ano estimados pelas mesas de operações dos bancos. A pesquisa registrou, ao mesmo tempo, uma alta das estimativas de juros para outubro próximo de 16,25% para 16,50% ao ano, embutindo uma expectativa de alta de 0,25 ponto percentual da taxa básica de juros da economia na próxima reunião do Copom. Para o fim de 2005, as expectativas de mercado contidas no levantamento do BC continuaram estáveis em 15% ao ano. Expectativa para dólar recua As previsões de mercado para a taxa de câmbio no fim deste ano recuaram de R\$ 3,05 para R\$ 3,02 em pesquisa semanal feita pelo BC. As

estimativas de câmbio para o fim do corrente mês, por sua vez, caíram de R\$ 2,97 para R\$ 2,95, um valor ainda distante dos R\$ 2,86 da última sexta-feira. As projeções para o final de outubro foram reduzidas, ao mesmo tempo, de R\$ 3,00 para R\$ 2,99. As expectativas em relação ao câmbio do final de 2005, por sua vez, ficaram estáveis em R\$ 3,20. (Estadão 20 de setembro de 2004).

BC será menos tolerante com choques que comprometam inflação
A mudança na inflação a ser perseguida em 2005 reduz a "tolerância" do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central em relação a novos choques que possam comprometer o objetivo de convergir os índices de preço para os 5,1% de alta estimados para o próximo ano. A ata da última reunião do Copom informou que em 2005 o BC vão perseguir a meta de 4,5% acrescida de 0,6 ponto percentual referente à inércia inflacionária herdada do ano anterior. Com isso, passa para 5,1% a meta para o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em 2005, usado como referência para a meta de inflação. Apesar da mudança no foco inflacionário a ser perseguido no próximo ano, o Copom ressalta que o intervalo da meta de inflação continua sendo de 2,5 pontos percentuais, para cima ou para baixo, em relação à meta central de 4,5%. (Estadão 20 de setembro de 2004).

Meirelles esclarece medidas do Banco Central

Em entrevista ao vivo no Jornal das Dez, da Globo News, o presidente do Banco Central, Henrique Meirelles, falou longamente sobre as novas medidas adotadas pela equipe econômica, como o aumento da meta do superávit fiscal e da inflação para 2005, e deixou claro que a recente ata do Copom expressa sem subterfúgios a possibilidade de novas altas da taxa Selic, se assim o exigir a política de combate à inflação. "A ata é clara, não há nada entre linhas", afirmou, sublinhando que uma política antiinflacionária é fundamental para que o País obtenha um crescimento sustentado, não apenas em 2004 como também nos anos seguintes. "Não há país que cresceu com alta de inflação", disse. Meta de inflação para 2005 "A gestão da política monetária continua normalmente. Isso (a elevação para 5,1% da meta para 2005) é algo que se tornou aconselhável, pelo fato de que a inflação em 2004 ficando um pouco acima da meta de 5,5%, existe uma influência inercial sobre a inflação de 2005. Nós decidimos combater um terço desse efeito durante o ano de 2005, o restante nos anos seguintes. É a estratégia mais adequada para o Brasil. Portanto, o Banco Central vai mirar acima da meta acertada com o FMI (4,5%). O importante é um Banco Central transparente, que comunique aos agentes econômicos, ao mercado e à população exatamente qual é o seu objetivo. O regime de metas de inflação é um regime que admite essas possibilidades. Por isso, existe um intervalo de tolerância. (...) O que é importante é que o Banco Central sinalize exatamente o que está mirando, para que todos possam fazer com que suas expectativas converjam para o objetivo do Banco Central." Juros, crescimento e inflação "Certamente o Banco Central visa assegurar que o Brasil saia desse padrão de arrancadas e freadas, que tem sido a norma durante muitos anos. A nossa idéia é que

possamos crescer de forma sustentada. Isto é: crescer de uma maneira que não vá gerar soluços no futuro, ou bolhas de crescimento. Nós vamos ajustar a taxa de crescimento, para que possamos ir num ritmo constante, e aumentando durante os próximos anos. (...) A política (de juros) vai ser adequada para exatamente atingirmos os 5,1% (de inflação em 2005), que é condição necessária para a estabilidade de preços. Não há país que cresceu com alta de inflação. É importante que nós tenhamos um compromisso com a estabilidade de preços. (...) As medidas adotadas pelo Banco Central visam assegurar que vai haver um crescimento sustentado não só em 2005, 2006 e nos anos seguintes, porque a história do Brasil tem demonstrado que a inflação é uma das razões que fazem com que muitas vezes a economia entre em recessão. Haja visto o que já aconteceu no passado. A inflação sobre o poder de compra da população cai, a economia entra em recessão. Portanto, estamos caminhando para que possamos crescer com estabilidade." Aumento do superávit Meirelles disse que não tinha a informação de que haveria o aumento da meta de superávit primário para 2004. "É uma informação extremamente positiva. Não há dúvida de que isso tem impactos de curto e médio prazos, na medida em que mostra o compromisso do governo com a estabilidade fiscal. E é muito importante que saibamos que países como o Brasil, que tem um nível de endividamento público alto, quanto maior o superávit primário mais condições temos para a economia crescer. Por que isso faz com a dívida caia mais, e terá um impacto positivo na taxa de juros futura e na disponibilidade de poupança para o País crescer." Preços do petróleo Segundo Meirelles, a elevação dos preços do petróleo é uma questão que preocupa presidentes dos bancos centrais de todo o mundo, como ficou demonstrado na recente reunião da Basiléia, bem como em outros fóruns internacionais de que tem participado. "A conclusão é de que não há, hoje, uma previsão que possamos ter segurança a respeito dos preços do petróleo. Se as condições normais de oferta e demanda prevalecerem, e se o mercado funcionar normalmente, sem questões geopolíticas ou de outra ordem, seria normal que o preço do petróleo se acomodasse num patamar abaixo de 40 dólares, mas acima dos patamares anteriores. Mas isso não é certo. A grande conclusão, infelizmente, é que não há conclusão sobre o preço do petróleo durante os próximos meses." Risco Brasil Sobre a contínua e sistemática queda do risco Brasil, possibilitando com isso o aumento dos investimentos externos no País, disse Meirelles: "Se compararmos os indicadores básicos da economia brasileira, nós vamos ver que estamos caminhando em direção ao (aumento do) grau de investimento. A situação fiscal do Brasil é sólida, o aumento da meta do superávit primário mostra que a relação dívida pública/PIB tem uma trajetória cadente; o perfil da dívida está melhorando muito; a dívida indexada ao dólar, que era uma grande fonte de vulnerabilidade, está caindo de forma sistemática; o País está crescendo, o que é muito importante, com estabilidade; e a exportação está atingindo níveis recordes. De maneira que os índices de solvência do País estão cada vez melhores. Não há dúvida de que nós vamos chegar lá." Ata do Copom Perguntando sobre se não seria melhor, para aliviar as tensões, divulgar a ata do Copom no dia da própria reunião,

Meirelles disse: "A ata do Copom, no Brasil, sai até com um intervalo de tempo relativamente curto, se comparado com outros países, porque a ata tem de ser algo muito expressivo. Os analistas ficam analisando palavra a palavra". Acrescentou que essa tensão pré e pós Copom é produto da história brasileira, "na medida em que no passado, por razões diversas, o Brasil teve choques importantes na economia; teve choques em consequência de taxas de juros, com oscilações muito grandes. Ainda vai levar tempo para o Brasil se acostumar com o fato de que estamos caminhando em direção à estabilidade, que os ajustes serão cada vez mais finos, que o Brasil está eliminando as suas vulnerabilidades e que, portanto, nós vamos atingir um momento em que o Copom deixará de ser a grande dúvida." Autonomia do Banco Central Sobre se a autonomia do Banco Central será alcançada ainda no mandato de Lula, ele disse que essa é uma decisão que cabe ao governo e ao Congresso. "Não compete ao Banco Central opinar sobre isso. Existem experiências positivas em outros países a este respeito, mas na realidade essa é uma decisão soberana, primeiro do governo e em seguida do Congresso Nacional." (Estadão 24 de setembro de 2004).

APÊNDICE 6 – REUNIÃO 105

Realizada em 16 de fevereiro de 2005, na gestão de Henrique de Campos Meirelles, com decisão por elevação de 0,50% na taxa Selic (patamar de 18,75%). Choque expansionista:

6.1 Detalhamento de comunicação por parte do Banco Central

Inflação IPCA desacelera nos últimos dados divulgados, mas segue em nível elevado:

1. A inflação desacelerou em janeiro, mas ainda permaneceu em patamar relativamente elevado, consideradas as metas definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No âmbito dos preços ao consumidor, prevaleceu a menor pressão do conjunto dos itens monitorados, enquanto a variação dos preços livres manteve-se no mesmo patamar do mês anterior – com exceção daqueles índices que captam a correção sazonal dos preços da educação nesse mês. No atacado, o arrefecimento dos preços industriais foi acompanhado pela variação negativa dos preços agrícolas.

2. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) variou 0,58% em janeiro, ante 0,86% no mês anterior. Com esse resultado, a variação acumulada em doze meses reduziu-se, passando de 7,6% em dezembro para 7,41% em janeiro. Destacou-se, no período, a desaceleração dos preços monitorados, que registraram taxa de 0,51% (com participação de 0,15 p.p. no resultado geral), ante 1,43% em dezembro. Esse comportamento deveu-se, principalmente, ao

esgotamento dos impactos dos reajustes dos combustíveis ao final de 2004.

6. Os núcleos de inflação para o IPCA recuaram ligeiramente em janeiro, mas mantiveram o patamar elevado observado nos últimos meses. Calculado pela exclusão de alimentos no domicílio e preços monitorados, o núcleo alcançou 0,56% em janeiro, ante 0,67% em dezembro, acumulando 7,85% em doze meses. O núcleo obtido pelo método das médias aparadas com suavização situou-se em 0,66%, comparativamente a 0,67% no mês anterior, e totalizou 7,45% em doze meses. A mesma medida para o núcleo, calculado sem o procedimento de suavização de itens preestabelecidos, passou de 0,66% em dezembro para 0,59% em janeiro, com aumento de 6,34% em doze meses. (Ata 105 Banco Central do Brasil)

Projeções de mercado apontam para inflação acima da meta:

12. A partir das hipóteses do cenário de referência, que incluem a manutenção da taxa de juros em 18,25% ao ano e da taxa de câmbio em patamar próximo ao que prevalecia na véspera da reunião do Copom (R\$2,60), concluiu-se que as projeções de inflação estão acima do objetivo de 5,1% para 2005, mas abaixo do centro da meta em 2006. No cenário de mercado, que incorpora as trajetórias para a taxa de câmbio e para a taxa Selic esperadas pelos agentes do mercado na véspera da reunião do Copom, de acordo com os dados da pesquisa realizada pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) do Banco Central do Brasil, as projeções se encontram acima do objetivo de 5,1% para 2005 e também da meta de 4,5% para 2006. (Ata 105 Banco Central do Brasil)

Atividade econômica segue forte segundo menções observadas na ata.

Maior percepção de risco par ao cenário internacional após a decisão do Fed.

Parágrafos importantes sobre a decisão, com autoridade monetária apresentando visão mais benigna para a inflação e convergência para a meta, inclusive mencionando que nível de juros atual segue elevado:

26. Desde o início do processo de ajuste da taxa de juros, pôde-se verificar uma melhora nas projeções e expectativas de inflação, embora a inflação corrente e seus núcleos permaneçam em níveis ainda incompatíveis com as metas de médio prazo. Com a postura monetária mais restritiva adotada desde setembro de 2004, aumentará a probabilidade de que a desaceleração observada recentemente nos preços no atacado seja repassada para os preços ao consumidor. Além disso, vislumbra-se a possibilidade de que a sazonalidade positiva dos alimentos esteja se antecipando em relação a anos anteriores. Esses fatores podem contribuir para um primeiro semestre com taxas de

inflação que proporcionem maior confiança no processo de convergência para a trajetória de metas durante 2005.

27. Esse aumento na probabilidade de convergência da inflação para a trajetória de metas se dá de acordo com a resposta esperada da atividade e da inflação aos estímulos de política monetária produzidos desde o segundo semestre do ano passado. Nas Notas da reunião de janeiro, o Copom mencionou fatores específicos, entre as incertezas que normalmente cercam exercícios de projeção macroeconômica, que poderiam vir a prejudicar o processo de convergência da inflação para a trajetória de metas. Esses fatores diziam respeito à intensidade dos mecanismos de autopropagação do ciclo econômico, ligados primordialmente à dinâmica da renda e do emprego, e de um possível recrudescimento da resistência da inflação à queda, dadas as condições de demanda agregada. Na avaliação dos membros do Copom, dados divulgados desde então, indicando sobretudo que se interrompeu o processo de aceleração da inflação observado no último trimestre de 2004, reduzem a probabilidade de que os riscos mencionados em janeiro venham a se materializar.

28. Esses fatores de risco, em todo caso, não devem ser confundidos com evidência de perda de efetividade da política monetária, por força de desenvolvimentos recentes nas áreas creditícia e fiscal. Independentemente da importância específica desses desenvolvimentos na atual conjuntura, é importante ressaltar que impulsos expansionistas de qualquer natureza requerem resposta adequada da política monetária, mas sua ocorrência de modo algum configura perda de efetividade dos instrumentos monetários convencionais. No que diz respeito ao crescimento do crédito em função da introdução de novas modalidades de empréstimo à pessoa física, trata-se de um avanço estrutural importante que, além de contribuir de forma permanente para uma maior eficiência da intermediação financeira, deverá na verdade aumentar a efetividade da política monetária no médio prazo. Não há, no entender dos membros do Copom, evidências que sugiram que a política monetária não conseguirá assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas durante o período necessário para que essa mudança estrutural se consolide. Da mesma forma, a política monetária implementada nos últimos meses leva em consideração os impactos da política fiscal sobre a demanda agregada e, em última análise, sobre a inflação. É inegável que reduções nos gastos públicos reforçam a ação da política monetária no controle da inflação e que o aprofundamento no processo de melhora nas contas públicas abre ainda mais espaço para a redução das taxas de juros reais da economia no médio prazo. Mas, novamente, isso não significa que a atual postura de política fiscal torne ineficazes movimentos dos instrumentos convencionais de política monetária no controle da inflação.

29. O Copom avaliou que, tendo se reduzido os riscos de interrupção no processo de convergência da inflação para a trajetória das metas detectados por ocasião da reunião de janeiro, o processo de ajuste da

taxa de juros básica deveria ser mantido no ritmo originalmente programado. Continuou havendo consenso entre os membros do Comitê de que esse ajuste, seguido de um período suficientemente longo de manutenção dos juros, deverá ser suficiente para trazer a trajetória futura da inflação para o objetivo estabelecido para a atuação da política monetária.

30. Diante disso, o Copom decidiu, por unanimidade, aumentar a meta para a taxa Selic para 18,75% a.a., sem viés.

31. Embora essa decisão já traga a taxa de juros básica para nível próximo ao que, na avaliação do Copom, promoverá a convergência da inflação para a trajetória das metas, o Comitê entende que ainda não será possível dar por concluído, com esse movimento, o processo de ajuste iniciado em setembro de 2004. O número de etapas adicionais do processo de ajuste dependerá da confirmação pelos dados do cenário benigno que começa a se delinear e da percepção por parte dos agentes econômicos de que após a conclusão desse processo a taxa de juros será mantida constante por um período suficientemente longo de tempo.

32. Evidentemente, na eventualidade de se verificar uma reversão na evolução do cenário prospectivo traçado para a inflação neste momento ou uma exacerbação de outros fatores de risco acompanhados atentamente pelo Comitê, a autoridade monetária estará pronta para adequar às circunstâncias o ritmo e a magnitude do processo de ajuste da taxa de juros básica. (Ata 105 Banco Central do Brasil)

6.2 Opiniões imprensa

Opiniões circulada em jornais da época em momento anterior a reunião:

Juro deve subir para 18,75% em fevereiro, diz pesquisa do BC
Pesquisa semanal do Banco Central aponta que a expectativa para a Selic, a taxa básica de juros da economia, em fevereiro subiu de 18,50% para 18,75% ao ano. Com a mudança, os números projetados passaram a incorporar uma possibilidade de elevação dos juros em mais 0,50 ponto percentual na reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) da próxima semana. As previsões de juros para o fim do ano seguiram a mesma tendência e avançaram de 16,50% para 16,75%. Para o fim de 2006, as estimativas de juros foram aumentadas de 14,50% para 15% ao ano. Inflação Já as projeções de mercado para o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) deste ano subiram de 5,74% para 5,75% em pesquisa semanal do Banco Central (BC). Esta foi a segunda elevação consecutiva das estimativas de inflação para 2005 ocorridas após a decisão do Copom de elevar a Selic de 17,75% para 18,25% no mês passado. Apesar de pequena, a alta deixou as previsões um pouco mais distantes da meta de 5,1%. Para 2006, as previsões de IPCA continuaram estáveis em 5%, percentual superior ao centro da meta de

4,5% já fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para o próximo ano. (Estadão 09 de fevereiro de 2005).

Meirelles fala que decisão sobre juro é reação a preços futuros
O presidente do Banco Central, Henrique Meirelles, disse hoje que o que vai fazer as taxas de juro baixarem no Brasil é "todo esse trabalho de diminuição de risco". De acordo com ele, "subir ou não subir a taxa de juros é uma questão técnica e o País faz em função da dinâmica de preços". Ele destacou que as decisões do Comitê de Política Monetária (Copom) sobre a Selic - taxa básica de juros da economia - são uma reação à alta de preços futuros. Segundo ele, a política do BC tem se provado ser adequada para o País. A declaração foi feita após questionamento sobre a alta taxa de juros no Brasil. "O fato é que o Brasil está crescendo", disse. Meirelles afirmou ainda que a estabilidade é fundamental para o crescimento sustentado da economia. "Não há a menor dúvida que, em médio e longo prazo, não há país que tenha crescido de forma sustentada com inflação elevada", disse. Meirelles citou como exemplo o caso de Cingapura, que cresceu, em média, 6,2% nos últimos 14 anos como uma inflação anual média de 1,5% no período. Segundo Meirelles, o custo da desinflação já foi na maior parte pago pelo Brasil. (Estadão 14 de fevereiro de 2005).

Selic vai a 18,75%, prevê economista do ING

O Copom deve elevar a taxa básica de juros da economia em meio ponto porcentual, dos atuais 18,25% para 18,75%, aposta Marcelo Carvalho, economista do banco ING. E as altas não param por aí. Em entrevista ao Conta Corrente, da "Globo News", ele disse que ainda "não chegou ao fim o ciclo de aperto da política monetária". "Tem mais aperto pela frente", previu. Carvalho acredita que a taxa de juros só voltará a cair fortemente "quando ficar claro que o cenário de inflação é suficientemente confortável", para que o Banco Central consiga cumprir a meta de inflação estabelecida, "o que não é o caso no momento". A tendência da inflação medida pelos núcleos, segundo o economista, aponta para algo da ordem de 7% ao ano, porcentual acima da meta de 5,1%. Além de novas altas na Selic, Carvalho calcula que a taxa de juros permanecerá alta "por vários meses, mesmo depois de o BC parar de subi-la". Possibilidade de queda ele prevê somente para o segundo semestre ou, mais provável ainda, no quarto trimestre. "O cenário para este ano é de desaceleração da atividade econômica para permitir a convergência da inflação para as metas", afirmou. O economista observou que a capacidade industrial instalada está em "picos históricos", contexto que tem pressionado os índices inflacionários. Em alguns setores, ele aponta, os investimentos demoram de um a até três anos para apresentar resultados, e é nesse meio tempo que a utilização da capacidade permanece pressionada. "Daí, a preocupação do BC com o resultado que isso tem sobre a inflação." O principal risco para os números brasileiros, como aumento da dívida pública e da relação dívida-PIB, depende muito mais do comportamento do cenário externo - especialmente da economia americana - do que do doméstico. E no momento, diz Carvalho, o

cenário global "ainda é favorável", mas deve mudar nos próximos 12 a 24 meses. A mudança é demonstrada pela postura adotada pelo Fed, banco central americano, que deve prosseguir com sua política de aumento gradual das taxas de juros. (Estadão 16 de fevereiro de 2005).

Opiniões circulada em jornais da época em momento posterior a reunião:

Mercado espera mais um aumento de juros e depois estabilidade
A ata da última reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) divulgada hoje veio muito menos draconiano do que a de janeiro. Para alguns analistas, veio até com um viés otimista, diante do fato de ter relatado que os riscos que levaram o Copom a cogitar um ritmo maior para a alta Selic, a taxa básica de juros da economia, em janeiro não estão se confirmando e que um cenário mais benigno começa a se delinear. A ata do Copom ainda manteve a sinalização de que o ajuste da Selic poderá continuar, mas agradou o mercado ao dizer que o nível ideal para a convergência das metas com a inflação está próximo - no próximo ano a meta a ser perseguida pelo banco Central é de 5,1%. Isto foi interpretado como sinal de que no máximo a Selic será elevada em uma vez, provavelmente em 0,25 ponto percentual. Com isso, a taxa passaria de 18,75% para 19% ao ano. Ressalvas Como boa autoridade monetária, o BC não deixou de colocar ressalvas conservadoras na ata. Após dizer que a decisão traz a Selic para "nível próximo" ao que promoverá a convergência inflação/meta, o BC coloca duas condicionantes. A primeira é a de que depende de o cenário benigno se confirmar. A segunda destaca que depende "da percepção por parte dos agentes econômicos de que após a conclusão desse processo a taxa de juros será mantida por um período suficientemente longo de tempo". Estas ressalvas sugerem que o BC quis se adiantar ao que poderia ser um risco para sua política - o risco de o mercado embarcar numa euforia desmedida nos juros, derrubando fortemente as taxas mais longas e adiantando as apostas não só na interrupção da alta da Selic mas também na retomada dos cortes. (Estadão 24 de fevereiro de 2005).

Selic subirá em março, mas previsão de inflação cai, aponta BC
As previsões de mercado apuradas pela pesquisa semanal do Banco Central (BC) apontaram uma perspectiva para a Selic, a taxa básica de juros da economia, em 19% ao ano em março. Hoje a Selic está em 18,75% ao ano. Ou seja, o mercado espera que na reunião do próximo mês, marcada para os dias 15 e 16, o Comitê de Política Monetária (Copom) eleve a taxa em 0,25 ponto percentual. Esta é a terceira semana consecutiva em que a pesquisa semanal do Banco Central aponta para uma Selic neste patamar. A estabilidade das previsões ocorreu na mesma semana em que foi divulgada a ata da última reunião do Copom. Nela foi sinalizada a possibilidade de interrupção da trajetória de elevação dos juros iniciada em setembro do ano passado. Para o fim deste ano, as projeções de juros prosseguiram estáveis em 17% ao ano, enquanto a expectativa de taxa média de juros para 2005

subiu de 18,33% para 18,40%. Para o fim de 2006, a estimativa de juros ficou em 15% ao ano pela terceira semana consecutiva. As projeções de taxa média de juros para o próximo ano, por sua vez, aumentaram de 15,55% para 15,85% ao ano. Previsão de inflação recua mais uma vez. A pesquisa do BC também apontou que as projeções de mercado para o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) de fevereiro recuaram de 0,60% para 0,57%. Essa foi a segunda redução consecutiva das previsões de IPCA para fevereiro, que estavam em 0,65% há quatro semanas. Para março, as estimativas do IPCA seguiram caminho inverso e subiram de 0,44% para 0,45% completando uma sequência de quatro altas seguidas. A pesquisa registrou ao mesmo tempo um recuo das projeções de IPCA para este ano das cinco instituições que mais acertam suas previsões de médio prazo (Top Five) de 5,68% para 5,64%. (Estadão 28 de fevereiro de 2005).

Bolsa sobe 4,5% após ata do Copom sinalizar que aperto iniciado em setembro deve se estabilizar em março

BC muda de tom e deixa mercado eufórico

DA REPORTAGEM LOCAL

O Banco Central já avalia que os juros atingiram um nível alto o suficiente para manter a inflação sob controle. A taxa básica de juros (Selic) deve subir um pouco mais, mas depois deve ficar estável por algum tempo. Foi nesse tom, bem mais ameno do que em janeiro, que os membros do Copom (Comitê de Política Monetária) justificaram a última alta da Selic, na semana passada, em ata da reunião divulgada ontem.

O sinal foi suficiente para gerar euforia no mercado. Os juros futuros caíram, com os contratos que projetam taxas para o final do ano oscilando de 18,99% para 18,70%. A Bolsa de Valores de São Paulo fechou em alta de 4,55%, a maior variação positiva desde maio do ano passado.

O mercado de câmbio também reagiu, com o dólar ganhando terreno ante o real e subindo 1,5%. A cotação da moeda norte-americana ficou em R\$ 2,633. O impacto da ata foi bem mais eficaz, nesse sentido, do que as operações de compra de dólares do BC, que não estavam sendo suficientes para baixar a cotação do real.

Explica-se a reação do câmbio: quanto mais próximo o fim da fase de aperto monetário, menor o período em que os juros ficarão altos e, por conta disso, menor o período em que entrarão dólares por conta da diferença entre os juros internos e os do mercado internacional, que torna o Brasil atraente ao capital externo.

O presidente do BC, Henrique Meirelles, por sua vez, negou mudança de tom por parte do Copom. "A ata é sempre realista, não é otimista nem pessimista."

Sinais de reação

A economia real também dá sinais de que já responde à fase de aperto monetário inaugurada em setembro do ano passado. A produção

industrial paulista, medida por meio do indicador da Fiesp (Federação das Indústrias do Estado de São Paulo), divulgado ontem, caiu em janeiro. O movimento é normal para o primeiro mês do ano, mas foi a maior queda entre dezembro e janeiro desde 2002, o que mostra que começou, segundo a própria Fiesp, um processo de desaceleração.

A inflação também dá sinais de que começou a ceder. A Fundação Getúlio Vargas divulgou o IGP-M de fevereiro, que ficou em 0,30% contra 0,39% em janeiro.

Outro indicador, divulgado ontem pela Abras (Associação Brasileira de Supermercados), mostra que, apesar de ainda aquecida, a economia brasileira está longe de beirar o descontrole de preços. As vendas dos supermercados subiram 9,94%, em janeiro quando comparadas com janeiro do ano passado. Mas, ao mesmo tempo, os preços caíram 5,24% em relação ao mesmo período de 2004.

De fato, o BC avalia, por meio da ata, que os riscos de aceleração da inflação são hoje menores do que eram quando foi realizada a reunião do Copom de janeiro, cuja ata teve tom bem mais duro.

Ainda assim, a ata deixa claro que a economia continua aquecida - enfatiza que a demanda doméstica segue alta- e que pode haver necessidade de nova alta dos juros, para que finalmente a autoridade monetária dê como terminada a fase de aperto monetário. O mercado crê em nova alta de até 0,5 ponto em março e queda só no segundo semestre. (Folha de São Paulo 25 de fevereiro de 2005).

Com inflação em queda, BC afasta pessimismo da ata de janeiro
Copom vê "cenário benigno", mas juro deve aumentar mais

LEONARDO SOUZA

DA SUCURSAL DE BRASÍLIA

Depois de seis aumentos consecutivos dos juros, o Banco Central agora vislumbra um "cenário benigno que começa a se delinear". Porém, ainda assim, a elevação da taxa básica deve continuar na reunião de março, marcada para os próximos dias 15 e 16. Essa avaliação consta na ata da última reunião do Copom (Comitê de Política Monetária), divulgada ontem. Na reunião, que aconteceu na semana passada, o BC elevou os juros para 18,75% ao ano.

A alta de 0,50 ponto percentual neste mês, segundo a ata, trouxe o juro básico "para nível próximo ao que, na avaliação do Copom, promoverá a convergência da inflação para a trajetória das metas". No entanto o BC entende que "ainda não será possível dar por concluído [...] o processo de ajuste iniciado em setembro".

Na avaliação de economistas ouvidos pela Folha, haverá ao menos mais um incremento de 0,5 ponto na Selic, o que fecharia o círculo do aperto com a taxa em 19,25% ao ano. Os juros só começariam a ser cortados entre o terceiro e o quarto trimestres.

Em outras palavras, a queda nas expectativas de inflação e a divulgação de índices de preços mais baixos nas últimas semanas apontam para cenário menos pessimista em fevereiro do que no mês passado, quando não havia perspectiva de interrupção na alta dos juros, na avaliação do BC.

Mas, para garantir inflação no alvo programado para este ano (5,1%), o BC manterá o ritmo do aperto monetário por algum tempo ainda. E mais: depois de alcançado o nível desejado da taxa, não haverá tão cedo corte de juros.

No documento, a diretoria colegiada do BC informa que o número de "etapas adicionais do processo de ajuste [elevações mensais dos juros que ainda estão por vir]" dependerá da confirmação do quadro de reversão da inflação e "da percepção por parte dos agentes econômicos de que, após a conclusão desse processo, a taxa de juros será mantida constante por um período suficientemente longo de tempo".

Há vários sinais de reversão da inflação. O IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo) -indicador oficial para a meta de inflação- subiu 0,58% em janeiro, ante 0,86% no mês anterior. O conjunto dos preços livres (ajustados segundo a oferta e a demanda) -suscetíveis à política monetária- caiu de 0,62% para 0,61%.

Nesta semana, a expectativa dos bancos para o IPCA neste ano, coletado pelo BC, caiu de 5,74% para 5,70%. Além disso, foram divulgados recentemente diversos indicadores de redução da produção industrial.

O BC constatou, porém, que, dados os parâmetros verificados durante a reunião do Copom (como o dólar a R\$ 2,60), as projeções de inflação já estavam acima do objetivo para 2005, mas abaixo do centro da meta de 2006 (4,5%).

Para o economista Fábio Akira, do banco americano JP Morgan, houve mudança de tom na ata de fevereiro em relação à do mês anterior. Em sua opinião, não porque os indicadores melhoraram consideravelmente, mas porque no mês passado o BC demonstrou excesso de pessimismo. Ele lembra que o dólar já estava em queda, a produção industrial dava sinais de arrefecimento e as expectativas de inflação já começavam a convergir para as metas. "Talvez a atitude do BC em janeiro tenha sido de cautela, para não passar visão mais otimista ao primeiro sinal de reversão da inflação", disse ele.

Akira acredita que a taxa Selic vá subir para 19,25% no mês que vem, voltando a cair somente em setembro.

Para a economista Renata Heinemann, do banco Pátria, a ata deste mês foi surpreendente no sentido de transparecer um otimismo que não se via na anterior. Ela tem avaliação semelhante à de Akira, de que os mesmos indicadores agora citados pelo BC já apareciam em janeiro.

"O BC quer demonstrar que o ciclo de aperto está chegando ao fim, mas, ao mesmo tempo, não quer que o mercado se anime a projetar juros mais baixos", disse Heinemann. Ela também espera aumento de 0,50 em março, mas acredita que os cortes só começarão em novembro.

"Evidentemente, na eventualidade de se verificar uma reversão na evolução do cenário prospectivo traçado para a inflação, [...] a autoridade monetária estará pronta para adequar às circunstâncias o ritmo e a magnitude do processo de ajuste da taxa de juros básica", ressalta a ata. (Folha de São Paulo 25 de fevereiro de 2005).

Documento revela mudança do BC, afirma ex-diretor
JANAÍNA LEITE

DA REPORTAGEM LOCAL

Para o ex-diretor de Política Monetária do Banco Central Luiz Fernando Figueiredo, o processo de alta dos juros está próximo do fim, após o Copom ter notado sinais de convergência nas expectativas de inflação para a meta do governo.

Figueiredo reconhece a eficácia da política monetária, lembrando que a inflação saiu de mais de 10% ao ano para o patamar atual com crescimento da economia. Leia a entrevista.

Folha - O senhor acredita que o tom da ata tenha vindo mais brando?

Luiz Fernando Figueiredo - Sim. O BC sinalizou claramente que estamos próximos do final de um processo de aperto monetário. A ata anterior não indicava isso. É uma mudança muito importante na sinalização da política econômica.

Folha - Por que o Copom chegou a tal conclusão?

Figueiredo - No cenário-base com o qual o BC trabalha, o Brasil em 2005 aparece ligeiramente acima da meta. Mas, no próximo ano, a inflação estará menor. Ou seja, o Copom viu que os sinais de convergência aumentaram, o que permite dar fim à escalada dos juros.

Folha - Quais são esses sinais?

Figueiredo - O BC nunca olha só uma variável, mas o conjunto. O cenário-base é só o modelo, ajuda muito a ver o que acontece. Além dele, o Copom levou em conta que os índices de inflação recentes vieram mais baixos do que o esperado, os núcleos dos indicadores pararam de subir e o IPA, que mede a inflação no atacado, em alguns momentos ficou até negativo. Há a taxa de câmbio menor, a queda do risco Brasil e a utilização da capacidade instalada em um nível que, apesar de alto, mostrou-se estável.

Folha - O que o sr. achou de a ata defender a atuação do Banco Central?

Figueiredo - Existe hoje uma discussão sobre a eficácia da política monetária. Se essa política não tivesse efeito, não teríamos saído de uma inflação acima de 10% em 2002 para os índices atuais, e isso com a economia em expansão. (Folha de São Paulo 25 de fevereiro de 2005).

APÊNDICE 7 - REUNIÃO 108

Realizada em 18 de maio de 2005, na gestão de Henrique de Campos Meirelles, com decisão por elevação de 0,25% na taxa Selic (patamar de 19,75%). Choque contracionista:

7.1 Detalhamento de comunicação por parte do Banco Central

Inflação na ponta apresenta aceleração:

11. A inflação medida pelo IPCA aumentou para 0,87% em abril, após permanecer em patamares elevados, próximos a 0,60%, nos três primeiros meses do ano. Essa nova elevação do IPCA deveu-se ao maior aumento nos preços de bens comercializáveis, e ocorreu a

despeito da desaceleração dos preços dos alimentos in natura. Os preços monitorados, apesar de ligeira desaceleração, continuaram registrando incremento elevado. Os reajustes de ônibus urbanos em algumas capitais e o aumento no preço dos remédios foram componentes importantes para a maior pressão inflacionária observada no mês. Houve, ainda, ampliação do número de itens do IPCA que sofreram aumento, revertendo a tendência de queda do índice de disseminação da inflação observada nos últimos meses.

12. Os núcleos do IPCA registraram aceleração em abril, em todos os critérios acompanhados pelo Copom – por exclusão ou por médias aparadas, com ou sem suavização. O núcleo por exclusão de itens monitorados e de alimentos no domicílio, após apresentar menor variação em março, voltou a acelerar-se. Essa medida teria sofrido aceleração mesmo se depurada também da influência pontual do reajuste dos preços dos remédios. Assim, a tendência subjacente de inflação indicada pelo conjunto das medidas de núcleo manteve-se em patamar elevado em relação à trajetória de metas. (Ata 108 Banco Central do Brasil)

Sobre inflação projetada estão acima da meta em 2005 mas abaixo da meta para 2006. Expectativas de inflação pioram para 2005 porém o Banco Central pontua que isso está relacionado a reajustes de preços administrados. Em parágrafo 22 BC pontua como comentários finais:

Essa indicação de ancoragem das expectativas de inflação é corroborada pela estabilidade da inflação esperada para o segundo semestre de 2005 e para o ano de 2006. (Ata 87 Banco Central do Brasil)

Projeções de inflação mostram alguma piora para horizonte mais curto, porém, melhora quando observado período mais longo condizente com efeitos da política monetária considerando sua defasagem.

23. A projeção de inflação do cenário de referência, que pressupõe a manutenção da taxa Selic em 19,5% a.a. e da taxa de câmbio em R\$2,50 ao longo de todo o horizonte de projeção, apresentou elevação em relação à reunião anterior do Copom, situando-se, portanto, acima do objetivo de 5,1% para o ano. Essa deterioração deveu-se à surpresa da inflação de abril, que mais do que compensou o efeito da valorização cambial. As projeções baseadas no cenário de mercado, que incorpora as trajetórias de câmbio e da taxa Selic esperadas pelo mercado no período imediatamente anterior à reunião do Copom, situam-se acima das projeções do cenário de referência, e também se elevaram em

relação ao mês anterior, pela mesma razão apontada no caso do cenário de referência. Para 2006, não houve alteração na projeção de inflação associada ao cenário de referência, que permaneceu portanto abaixo do centro da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para o próximo ano. Já no cenário de mercado, houve ligeiro aumento na projeção, que se manteve acima do centro da meta.

24. O Copom também considerou as projeções de inflação para horizontes situados entre dezembro de 2005 e dezembro de 2006, como os períodos de doze meses que se encerram em março de 2006, junho de 2006 e setembro de 2006. Trata-se de horizontes cujos resultados serão mais sensíveis às decisões correntes de política monetária do que os do ano calendário de 2005, sendo, ao mesmo tempo, períodos cobertos por projeções de inflação mais confiáveis do que as já disponíveis para o ano calendário de 2006. A projeção do cenário de referência para o período de doze meses que se encerra em março de 2006 encontra-se acima do seu valor na trajetória de metas obtida pela interpolação do objetivo de inflação de 5,1% para 2005 e da meta de 4,5% estabelecida pelo CMN para 2006. Essa projeção encontra-se também acima da projeção correspondente efetuada por ocasião da reunião de abril do Copom. Já as projeções do cenário de referência para os períodos de doze meses que se encerram em junho de 2006 e em setembro de 2006 encontram-se abaixo dos valores na trajetória de metas que dizem respeito a esses mesmos períodos. Essas mesmas projeções encontram-se em valor praticamente igual ao obtido na reunião de abril. (Ata 108 Banco Central do Brasil)

Atividade econômica medida para indústria, varejo e mercado de trabalho segue forte, com BC pontuando que existem perspectivas de desaceleração a frente.

Principais parágrafos sobre decisão de política monetária, pontuando maiores incertezas relacionadas à inflação corrente e núcleos como pontos novos em relação à ata anterior, acrescentando em parágrafo 26 frase final sobre defasagem da política monetária:

25. O Copom reafirma o diagnóstico, expresso nas Notas das últimas reuniões, de que os efeitos do ciclo de aumento da taxa de juros básica iniciado em setembro de 2004 já se fazem sentir tanto nos resultados da inflação no primeiro trimestre do ano como nas projeções de inflação para horizontes mais longos realizadas pelo Banco Central e pelos analistas do setor privado. A atividade econômica continua em expansão, mas a um ritmo menor e mais condizente com as condições de oferta, não obstante o aumento recente na utilização da capacidade instalada na indústria, de modo a não resultar em pressões significativas sobre a inflação. Além disso, houve uma melhora no cenário externo e uma diminuição da defasagem do preço doméstico da gasolina em relação ao preço internacional. No entanto, tal como nas reuniões de março e abril, o Comitê identificou a existência de fatores que

aumentaram os riscos a que está submetido o processo de convergência da inflação para a trajetória de metas. Esses riscos estão associados à persistência de focos de pressão na inflação corrente, que contaminaram a inflação de abril, fizeram com que se deteriorassem as expectativas para 2005 e provocaram a permanência dos núcleos em níveis elevados.

26. O Copom reitera que, no regime de metas para a inflação, orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação futura, analisando cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços. A manutenção de riscos elevados para a inflação de curto prazo tende a aumentar a incerteza em relação ao comportamento futuro da inflação, dificultando tanto a avaliação de cenários por parte da autoridade monetária, quanto o processo de coordenação de expectativas dos agentes privados. Nesse ambiente, uma maior incerteza determinada pelo aumento da inflação corrente e dos núcleos, que deve reverter-se em resposta aos estímulos da política monetária, poderia afetar de forma mais duradoura as expectativas de inflação. Cabe à política monetária, portanto, manter-se especialmente vigilante para evitar que pressões detectadas em horizontes mais curtos se propaguem para horizontes mais longos. Tal postura se justifica a despeito da consideração pertinente de que a política monetária atua com defasagem sobre a atividade e sobre a inflação, e de que os efeitos do processo de ajuste da taxa de juros básica iniciado em setembro de 2004 ainda não se fizeram sentir integralmente.

27. Dados os riscos de curto prazo e sua persistência nos últimos meses, o Comitê avaliou que somente a perspectiva de manutenção da taxa de juros básica por um período suficientemente longo de tempo no nível estabelecido em sua reunião de abril não proporcionaria condições adequadas para assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas. Diante disso, o Copom decidiu, por unanimidade, aumentar a meta para a taxa Selic para 19,75% a.a., sem viés, e acompanhar atentamente a evolução do cenário prospectivo para a inflação até a sua próxima reunião, para então definir os próximos passos na estratégia de política monetária implementada desde setembro de 2004. Como ressaltado também nas Notas de reuniões anteriores, é necessário que a Autoridade Monetária esteja pronta a adequar às circunstâncias o ritmo e a magnitude do processo de ajuste da taxa de juros básica, caso venham a exacerbar-se os fatores de risco acompanhados pelo Comitê. (Ata 108 Banco Central do Brasil)

7.2 Opiniões imprensa

Opiniões circulada em jornais da época em momento anterior a reunião:

Inflação já supera metade da meta do ano

O IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo) deu um salto em abril e revelou que o Banco Central terá mais trabalho neste ano para cumprir a meta de inflação. O índice foi de 0,87%, a maior taxa desde julho (0,91%). De janeiro a março, a taxa ficou praticamente estável, na casa de 0,60%.

Nos quatro primeiros meses de 2005, o IPCA, referência para o sistema de metas de inflação, teve alta de 2,68%. Ou seja: em quatro meses, pouco mais da metade do centro da meta de 5,1% para este ano já está comprometida. Em 12 meses, o IPCA superou 8% pela primeira vez, desde dezembro de 2003 -ficou em 8,07%.

Uma combinação de elevação dos alimentos e vários reajustes de tarifas públicas e preços administrados fez o índice subir e atingir o teto das previsões do mercado financeiro (0,85%).

Somados, os aumentos dos administrados e das tarifas representaram quase metade do IPCA de abril (0,44 ponto percentual). Estão na lista reajustes como ônibus (2,57%), energia elétrica (2,22%), gasolina (0,42%), plano de saúde (0,92%), remédios (3,26%) e outros.

Já os alimentos contribuíram com 0,18 ponto percentual do IPCA. Por causa de quebras de safra em decorrência de problemas climáticos, o grupo alimentação subiu de 0,26% para 0,81%. É a maior taxa desde agosto de 2004. Subiram com força produtos essenciais como feijão carioca (5,65%) e óleo de soja (1,66%).

Eulina Nunes dos Santos, gerente de índices do IBGE, diz que houve "uma maior dispersão de reajustes" em abril. Foi um movimento diferente do de fevereiro e março, quando a pressão inflacionária ficou concentrada em educação e em tarifas de ônibus.

Alexandre Sant'Anna, economista da ARX Capital, afirmou que, apesar da aceleração, o IPCA ficou mais ou menos dentro do que se previa e não revelou claros sinais de preocupação ao Banco Central. A alta, diz ele, pode ser atribuída especialmente à concentração de reajustes de tarifas.

Ainda assim, o economista afirmou que o resultado do quadrimestre aponta que "está mais difícil atingir a meta". Sant'Anna acredita, no entanto, que o limite máximo de 7,6% não será superado -há uma tolerância de 2,5 pontos para cima ou para baixo.

De acordo com ele, os núcleos do IPCA, medidas que mostram melhor a eficácia da política monetária para conter a inflação, praticamente não se alteraram em abril. Por esse motivo, Sant'Anna espera que o BC mantenha a taxa de juros em 19,5% ao ano na reunião do Copom (dias 17 e 18).

A LCA faz uma análise diferente. Projeta nova alta de 0,25 ponto percentual na Selic. Motivo: a inflação, até abril, não convergiu para a meta do BC. Apesar disso, a consultoria espera que a inflação desacelere nos próximos meses e chegue a 0,50% neste mês.

A GRC Visão também prevê nova elevação da Selic de 0,25 ponto. A consultoria se mostra pessimista em relação ao cumprimento da meta: "O BC terá um trabalho difícil neste ano para não atingir o limite superior, de 7,6%, e, por isso, os juros devem subir novamente", diz Alex Agostini, economista da GRC Visão.

Dólar

Para Nunes dos Santos, a quebra de safra "enfraqueceu" o efeito positivo da queda do dólar sobre os preços. O dólar mais baixo tem impacto sobre importados e produtos que usam insumos com preços referenciados nos do mercado internacional -óleo de soja, pão e outros. Na contramão do IPCA (mede a inflação do varejo), os preços no atacado têm caído sob o efeito benéfico do dólar. Divulgado anteontem, o IGP-DI caiu de 0,99% em março para 0,51% em abril. O recuo do dólar foi um dos principais motivos, ao reduzir tanto o preço de produtos industriais como o de agrícolas no atacado. (Folha de São Paulo 12 de maio de 2005).

Mercado espera que BC mantenha juros em 19,5% nesta semana

O mercado financeiro elevou a expectativa de inflação para este ano pela décima primeira semana seguida. De acordo com os analistas, o IPCA (índice de inflação que serve de base para as metas) deve chegar a 6,39% neste ano, contra previsão de 6,30%. A elevação das expectativas ocorre na semana de mais uma reunião do Copom (Comitê de Política Monetária do Banco Central).

Os dados constam do boletim Focus, divulgado semanalmente pelo Banco Central a partir de consultas a mais de cem instituições financeiras. O IPCA é o índice oficial de inflação do governo, que persegue um índice de 5,1% em 2005.

Mesmo assim, o mercado espera que o BC interrompa a sequência de oito altas consecutivas de juros neste mês. Segundo o boletim Focus, os analistas esperam a manutenção da taxa básica brasileira (Selic) em 19,5% em maio --embora tenha elevado novamente a previsão para o IPCA neste ano, o mercado financeiro reduziu a expectativa de inflação no acumulado dos próximos 12 meses, que caiu de 5,85% para 5,46%.

Nos demais indicadores de inflação, houve uma leve redução das expectativas para este ano. A previsão para o IGP-DI (Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna) passou 6,95% para 6,44%. Para o IGP-M (Índice Geral de Preços Mercado), a previsão caiu de 6,81% para 6,70%.

Balança

A previsão de superávit comercial --saldo positivo entre exportações e importações-- foi elevado mais uma vez. Agora, o mercado prevê um saldo de US\$ 35 bilhões, contra US\$ 34,01 bilhões da projeção anterior. Para o ano que vem, os analistas esperam que a balança comercial tenha no final de 2006 um saldo de US\$ 28 bilhões.

Sobre o crescimento da economia, os analistas esperam que o PIB (Produto Interno Bruto, soma de todas as riquezas produzidas por um país) tenha um aumento de 3,50% neste ano, abaixo da previsão anterior, que era de um crescimento de 3,60%. Para o ano que vem, a taxa de crescimento esperada é de 3,5%. (Folha de São Paulo 16 de maio de 2005).

Palocci vê 'perspectiva' de queda de juros

O ministro da Fazenda, Antônio Palocci, projeta redução dos juros este ano, segundo matéria publicada hoje no jornal britânico Financial Times. "O cenário é que a política de juros vai se tornar menos restritiva

neste ano", disse o ministro. Nesta quarta-feira, o Comitê de Política Monetária do Banco Central, o Copom, se reúne para decidir sobre a taxa de juros básica da economia, a Selic. O mercado financeiro está dividido entre a manutenção dos 19,5% ao ano ou alta de 0,25 pontos. Palocci indicou também ser improvável que o governo aumente as metas de inflação para 2007, embora ele tenha insistido "que não anteciparia a decisão". Ele disse que não há "perspectiva a priori" de aumentar as margens de tolerância para a meta central dos atuais 2% para 2,5%, como sugerem alguns economistas do PT, segundo o jornal. "Não gosto dessa idéia?", disse. "Não me identifico com aqueles que acreditam que um pouco mais de inflação traz um pouco mais de crescimento?". O jornal diz que o ministro, "o principal advogado de políticas simpáticas ao mercado dentro do governo de tendência de esquerda do presidente Luiz Inácio Lula da Silva", não parece preocupado com a valorização do real. Segundo o FT, Palocci indicou a possibilidade de que a moeda se deprecie como resultado de uma redução do superávit comercial nos próximos meses. "Se a moeda na verdade se valorizar além do que os fundamentos sugerem, o comércio vai ajustá-la." (Estadão 16 de maio de 2005).

Opiniões circulada em jornais da época em momento posterior a reunião:

Juros subiram para garantir meta de inflação, diz Copom
A Ata do Copom, sobre a reunião realizada em 17 e 18 de maio de 2005, diz que a elevação da taxa de juros de 19,5% para 19,75% foi decidida devido à avaliação de que a taxa anterior "não proporcionaria condições adequadas para assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas". A Ata diz que o Copom analisará o "cenário prospectivo" da inflação, até sua próxima reunião, para definir os próximos passos de política monetária. A ata reafirmou que "é necessário que a autoridade monetária esteja pronta a adequar às circunstâncias o ritmo e a magnitude do processo de ajuste da taxa de juros básica, caso venham a exacerbar-se os fatores de risco acompanhados pelo Comitê". A ata reafirma ainda que a política monetária deve "manter-se especialmente vigilante para evitar que pressões detectadas em horizontes mais curtos se propaguem para horizontes mais longos". Essa postura deve ser adotada, segundo "a despeito da consideração pertinente de que a política monetária atua com defasagem sobre a atividade e sobre a inflação, e de que os efeitos do processo de ajuste da taxa de juros básica iniciado em setembro de 2004 ainda não se fizeram sentir integralmente". O Copom afirma ainda que a média das expectativas coletadas pela Gerin, para a variação do IPCA em 2005, deteriorou-se entre a reunião de abril e a de maio, passando de 6,10% para 6,39%. O crescimento marginal das expectativas, segundo a nota, deveu-se a reajustes de "alguns preços administrados em valor acima do esperado, às expectativas de inflação no segundo trimestre e à evolução menos favorável do cenário internacional". Expectativas de inflação para os

próximos 12 meses A Ata de maio apontou ainda uma deterioração nas expectativas de inflação para os 12 meses à frente. Mas o documento observa que a deterioração ocorreu "aproximadamente na mesma medida em que foram revistas as taxas esperadas para o segundo trimestre de 2005". Isso sugere, segundo a ata, "que a postura monetária mais restritiva tem evitado que as pressões inflacionárias de curto prazo se propaguem para horizontes mais longos". O documento diz ainda que "Essa indicação de ancoragem das expectativas de inflação é corroborada pela estabilidade da inflação esperada para o segundo semestre de 2005 e para o ano de 2006". Segundo a ata, a projeção de inflação no cenário de referência (que pressupõe manutenção da taxa Selic em 19,5% ao ano e taxa de câmbio em R\$ 2,50 ao longo do período da projeção) também elevou-se em relação à reunião de abril, e ficou acima da meta de 5,1% prevista para este ano. Câmbio A ata do copom afirma ainda que a deterioração do cenário de referência foi decorrente da "supresa da inflação de abril, que mais que compensou o efeito da valorização cambial". O documento diz ainda que as projeções baseadas no cenário de mercado (que incorpora projeções de câmbio e Selic esperados pelo mercado no período anterior à reunião do Copom) também se elevaram em relação à reunião anterior, e ficaram acima do cenário de referência. Maio de 2006 Em relação às projeções para 2006, a ata do Copom diz que não houve alteração no cenário de referência, "que permaneceu portanto abaixo do centro da meta estabelecida pelo conselho Monetário Nacional (CMN) para o próximo ano. Mas o documento observa que "no cenário de mercado, houve ligeiro aumento na projeção, que se manteve acima do centro da meta". A Ata do Copom afirma ainda que os períodos de doze meses que se encerram em 2006 mostram-se mais sensíveis às decisões de política monetária que os do ano calendário de 2005. A projeção do cenário de referência para os doze meses que se encerram em março de 2006, "encontra-se acima do seu valor na trajetória de metas obtida pela interpolação do objetivo de inflação de 5,1% para 2005 e da meta de 4,5% estabelecida pelo CMN para 2006". A ata diz que essa projeção também fica acima da que foi feita na reunião de abril. Diagnóstico A Ata do Copom de maio diz que o Comitê reafirma o diagnóstico das atas anteriores, segundo o qual "os efeitos do ciclo de aumento da taxa de juros básica iniciado em setembro de 2004 já se fazem sentir tanto nos resultados da inflação do primeiro trimestre do ano como nas projeções de inflação para horizontes mais longos realizadas pelo Banco Central e pelos analistas do setor privado". A ata diz também que "a atividade econômica continua em expansão, mas a um ritmo menor e mais condizente com as condições de oferta, não obstante o aumento recente na utilização da capacidade instalada na indústria, de modo a não resultar em pressões significativas sobre a inflação". O Copom avalia ainda que "houve uma melhora no cenário externo e uma diminuição na defasagem do preço doméstico da gasolina, em relação ao preço internacional". Combustíveis O Comitê de Política Monetária manteve em reunião da semana passada a expectativa de que os combustíveis não terão reajuste neste ano. "No entanto, é importante assinalar que, enquanto os preços internacionais mantiverem oscilações de grande amplitude, esse

elemento continua a representar risco, ainda que menor do que no mês passado (abril), para a trajetória futura da inflação", destaca a ata da última reunião do Copom. O documento ainda ressalta que a queda dos preços internacionais do petróleo aumentaram a probabilidade de confirmação do cenário de reajuste zero dos combustíveis neste ano. Riscos Mesmo reconhecendo a existência de resultados da política monetária sobre a atividade econômica, e a melhoria no cenário internacional, o Copom avaliou, em sua reunião de maio, que os riscos para a inflação foram aumentados por alguns fatores, a exemplo do que ocorreu em março e abril. Esses riscos afetam a busca de convergência da inflação para a trajetória de metas. "Esses riscos estão associados à persistência de focos de pressão na inflação corrente, que contaminaram a inflação de abril, e que fizeram com que se deteriorassem as expectativas para 2005 e provocaram a permanência dos núcleos em níveis elevados", diz a ata divulgada hoje. A ata diz ainda que "nesse ambiente, uma maior incerteza determinada pelo aumento da inflação corrente e dos núcleos, que deve reverter-se em resposta aos estímulos da política monetária, poderia afetar de forma mais duradoura as expectativas de inflação. Por isso, cabe à política monetária ficar "vigilante", diz a ata. Balança A ata diz que o superávit comercial de abril reforçou expectativas mais favoráveis que as anteriores para o resultado fechado do ano. "Com exportações crescendo em ritmo mais forte que as importações, o saldo comercial ampliou-se para US\$ 37,8 bilhões nos últimos doze meses", diz o texto. O valor, de acordo com o documento divulgado pelo BC, é 38,1% maior que o resultado alcançado em doze meses até abril de 2004. Na avaliação do Copom, a demanda externa continuou a contribuir para a expansão da economia nos últimos meses. Indústria A Ata do Copom de maio afirma ainda que os indicadores "sinalizam crescimento da produção industrial em abril". A exemplo do que fez nas reuniões passadas, o Copom avalia que a economia continua em expansão, mas a um ritmo menos intenso que o de 2004. O Comitê observa que a produção industrial em março deste ano cresceu 1,5% em termos dessazonalizados, e avalia que "a maior expansão registrada em março pode estar refletindo a normalização de fatores que contribuíram para o desempenho mais fraco em fevereiro, como o atraso da colheita de cana-de-açúcar e a redução na carga processada de petróleo, e também na correção de flutuações inerentes a séries submetidas a procedimentos de dessazonalização na presença de feriados móveis". Preços administrados As projeções do Comitê de Política Monetária de aumento dos preços administrados neste ano subiram de 7,2% para 7,3%. O Copom, ao mesmo tempo, manteve a previsão de aumento de apenas 5,1% em 2006, de acordo com ata de sua última reunião divulgada na manhã de hoje pelo Banco Central. As estimativas de reajuste das tarifas de telefonia fixa em 2005 foram elevadas, ao mesmo tempo, de 7,9% para 8,6%. Em contrapartida, as previsões de aumento da energia elétrica residencial continuaram estáveis em 10,8%. (Estadão 27 de maio de 2005).

Decisão técnica prevaleceu em reunião do Copom, diz analista
EPAMINONDAS NETO

da Folha Online

A demora do colegiado do Copom (Comitê de Política Monetária) em finalizar a reunião pode ser o indicativo de uma divisão entre os membros sobre uma decisão eminentemente técnica e, provavelmente, a conveniência política da manutenção da taxa Selic.

Prevaleceu, no entanto, a decisão da área técnica, expressa na unanimidade do comunicado pós-reunião em torno da alta de 0,25 ponto percentual da taxa Selic, o nono ajuste consecutivo.

"A decisão de hoje pode ser o fim do período de altas, mas isto vai depender da evolução do cenário externo e, principalmente dos indicadores internos, principalmente dos núcleos de inflação", afirma o economista do banco Schahin, Sílvio Campos Neto.

A meta oficial de inflação (já ajustada) é de 5,1%, mas o mercado já não acredita na possibilidade de que o governo consiga cumprir esse número. Para analistas, é uma questão de tempo para que o Banco Central reconheça, de fato, o abandono dessa meta por um número mais realista. Por isso, explica-se a crença de que maio teria sancionado o fim do ciclo de altas determinado pelo Copom.

Tecnicamente, o ajuste da taxa Selic pode ser justificado pelos sinais de pressão inflacionária vistas nos últimos indicadores de preços ao consumidor, a exemplo do IPCA-15 de maio e do IPCA de abril.

Mesmo a deflação vista na primeira prévia do IGP-M de maio não foi tão bem digerida, já que o IPC que compõem esse indicador subiu entre os dois meses.

Essa pressão é melhor vista nos chamados "núcleos de inflação", em que o cálculo do índice de preços é feito descontando os preços mais voláteis ou mais sujeito a fatores de estação (sazonais).

O economista do banco Modal, Alexandre Póvoa, em relatório divulgado pouco antes da reunião, apontava a escalada dos núcleos desde janeiro, de 0,6%, para 0,7% em abril. (Estadão 18 de maio de 2005).

Arrogância e burrice

PAULO NOGUEIRA BATISTA JR.

A arrogância é uma forma de burrice. Alguma modéstia, mesmo falsa, sempre vale a pena.

Digito essas frases e paro, indeciso. Parece um bom começo (modéstia à parte). Mas como continuar o artigo?

Vejamos. Eu poderia atacar a arrogância da diretoria do Banco Central. Enquanto escrevo, o famigerado Copom está reunido em Brasília. Tenho a má sorte de fazer esta coluna às quartas-feiras. Quando a decisão do Copom sobre juros sai tarde, como costuma ocorrer, atacar a política monetária envolve certos riscos. Por exemplo: digamos que o Copom tenha um acesso de lucidez e reduza um pouco a taxa básica de juros. O artigo envelheceria instantaneamente. Felizmente, lucidez não é o forte do comando do BC.

Seja qual tiver sido a decisão de hoje (ontem, para o leitor), uma coisa é certa: a política monetária brasileira é um desatino. O Copom tem recorrido, por exemplo, às "incertezas do cenário mundial" para

justificar a sua política. Mas os juros brasileiros fogem a qualquer padrão internacional.

A taxa básica de juros do Brasil é hoje (ontem para o leitor) 19,5% em termos nominais. Deflacionada pela inflação esperada dos preços ao consumidor, ela alcança nada menos que 13,3%. Segundo levantamento da consultoria GRC Visão, apenas dois outros países apresentam juros reais superiores a 5% (a Turquia, com 6,6%, e a Hungria, com 5,3%). A média de 40 países situa-se em apenas 1,2%. Nos desenvolvidos, a taxa real é 0,6%, em média. Nos "emergentes", 1,8%.

Tudo indica que estamos no mesmo planeta que os outros 39 países incluídos no levantamento. Por que será que as "incertezas do cenário mundial" só produzem juros estratosféricos aqui no Brasil?

Está ficando evidente que, do ponto de vista do combate à inflação, a eficácia dessa política de juros é cada vez menor. As pressões inflacionárias recentes não podem ser atribuídas a um excesso de demanda, pelo menos não generalizado. Mesmo que existam excessos localizados e pontos de estrangulamento, não se deve perder de vista o óbvio: excesso é sempre relativo. Excesso de demanda em relação a quê? Em relação à oferta, evidentemente. Ora, a política de juros altos, aplicada em doses cavalares, acaba comprometendo não só o consumo mas também o investimento, vale dizer, as decisões das quais dependem a renovação e a ampliação da capacidade produtiva.

Em outras palavras, a "overdose" de juros é, em parte, contraproducente para o controle da inflação. Por um lado, deprime a demanda; por outro, prejudica a oferta agregada interna.

As causas principais da inflação recente são de outra natureza. Elas têm a ver principalmente com o comportamento dos preços monitorados e administrados por contrato, com choques de oferta interna, como a quebra de safra agrícola decorrente de condições climáticas adversas no Sul do país, e com altas de preços internacionais de produtos importados ou exportados (chamados "tradeables"). A taxa de juro tem pouco ou nenhum efeito sobre esse tipo de inflação.

Não é que o aumento dos juros tenha impacto antiinflacionário nulo. A compressão da demanda interna tende a conter os preços livres de produtos "non-tradeables". O gigantesco diferencial de juros entre o Brasil e o resto do mundo atrai capital especulativo e provoca apreciação cambial. A apreciação resulta em diminuição dos preços em reais dos produtos "tradeables" (que são exportáveis, importados ou concorrem com importações).

A dificuldade é que esses mecanismos começam a se esgotar ou a produzir efeito modesto em comparação com as distorções geradas pelos juros altos. A valorização cambial já foi longe demais e terá de ser, tudo indica, parcialmente revertida. A economia dá sinais de desaceleração. O investimento produtivo está fraquejando desde o final do ano passado.

Se continuar com essa combinação absurda de juros e câmbio, o Copom desempregará não só milhões de brasileiros mas também um certo metalúrgico, atualmente instalado no Palácio do Planalto.

Pode-se discutir se o referido metalúrgico merece ou não conservar o emprego que tem. Mas por que continuar submetendo os brasileiros à irracionalidade arrogante do Copom?

Paulo Nogueira Batista Jr., 50, economista e professor da FGV-EAESP, escreve às quintas-feiras nesta coluna. É autor do livro "A Economia como Ela É..." (Boitempo Editorial, 3ª edição, 2002). (Folha de São Paulo 19 de maio de 2005).

BC justifica recente alta da Selic com preocupações sobre crescimento excessivo da economia e cenário externo

Copom indica novo aumento da taxa de juros

DA SUCURSAL DE BRASÍLIA

Uma semana após subir os juros pelo nono mês seguido, o Banco Central indicou que pode voltar a elevar a taxa Selic na próxima reunião do Copom (Comitê de Política Monetária), nos dias 14 e 15 de junho. O BC se diz preocupado com o comportamento recente da inflação e afirma estar "especialmente vigilante" com pressões sobre os preços.

A avaliação consta da ata da reunião do Copom que, na semana passada, elevou os juros de 19,50% ao ano para 19,75%. Os juros estão em alta desde setembro de 2004, e as justificativas apresentadas pelo BC para o aperto monetário têm variado pouco de lá para cá: incertezas no cenário internacional, crescimento excessivo da economia brasileira e pessimismo do mercado financeiro em relação ao cumprimento das metas de inflação do governo.

Nos últimos meses, tem-se especulado sobre a possibilidade de o ciclo de aumentos da Selic estar se aproximando do fim. No documento divulgado ontem, não há referência a isso. Pelo contrário, o BC deixa as portas abertas a uma nova alta: "É necessário que a autoridade monetária esteja pronta a adequar às circunstâncias o ritmo e a magnitude do processo de ajuste da taxa de juros básica".

Trata-se do sétimo mês seguido em que a ata de uma reunião do Copom contém essa frase. Em todas as outras ocasiões, ela significou novos aumentos de juros na reunião seguinte do comitê.

Questionado em Tóquio se a ata do Copom indicaria nova alta dos juros, o ministro Antônio Palocci Filho (Fazenda) afirmou: "A ata é sobre o que passou".

O BC também aproveita o documento para rebater a crítica de que elevações dos juros podem não ser suficientes para o cumprimento da meta de inflação do ano, dado o tempo que mudanças na taxa levam para ter efeito sobre a economia. "Tal postura [a cautela na condução dos juros] se justifica, a despeito da consideração pertinente de que a política monetária atua com defasagem".

Neste ano, a meta do BC é manter a inflação em 5,1%, mas projeções de analistas de mercado apontam para uma alta de mais de 6% para o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo).

A estimativa do mercado em relação à inflação é um dos fatores que preocupam o BC, pois elas poderiam influenciar as expectativas das empresas, estimulando-as a reajustar preços.

A ata também diz que, ao contrário do que se imagina, a pressão inflacionária não vem só dos preços administrados -são controlados ou

monitorados pelo governo, como combustíveis e tarifas públicas- mas também dos preços livres. Entre março e abril, o chamado núcleo de inflação -que desconsidera os reajustes de preços de alimentos e de preços administrados- subiu de 0,41% para 0,71%, acumulando alta de 7,3% nos últimos 12 meses. Além disso, a projeção do BC para o reajuste das tarifas de telefonia fixa deste ano subiu de 7,9% para 8,6% desde o mês passado.

A preocupação do BC é que a alta dos preços livres seja consequência de excessivo crescimento da economia. Em tese, com a economia crescendo mais, os consumidores seriam mais tolerantes com aumentos de preços. O remédio, no caso, seria uma alta nos juros, para que a economia cresça menos e os preços se estabilizem.

Cenário internacional

O cenário externo, por sua vez, não deve representar uma ameaça significativa ao controle da inflação no Brasil. Segundo o BC, o recuo registrado pelo preço do petróleo nas últimas semanas e a maneira relativamente tranqüila como os investidores têm recebido os seguidos aumentos nos juros norte-americanos são sinais de que a probabilidade de uma instabilidade mais forte nos mercados internacionais é pequena. A estabilidade internacional fez com que o BC mantivesse sua projeção de que os preços da gasolina e do gás de cozinha no Brasil não devam sofrer reajustes neste ano. O preço dos combustíveis "continua a representar risco, ainda que menor no mês passado, para a trajetória da inflação".

Após avaliar todos esses fatores, a diretoria do BC decidiu elevar os juros na semana passada e afirmou, no documento divulgado ontem, que irá "acompanhar atentamente a evolução do cenário prospectivo para a inflação até a próxima reunião [do Copom], para então definir os próximos passos na estratégia de política monetária implementada desde setembro de 2004". (Folha de São Paulo 28 de maio de 2005).

APÊNDICE 8 - REUNIÃO 134

Realizada em 16 de abril de 2008, na gestão de Henrique de Campos Meirelles, com decisão por elevação de 0,50% na taxa Selic (patamar de 11,75%). Choque contracionista:

8.1 Detalhamento de comunicação por parte do Banco Central

Sobre inflação:

1. A inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) se manteve praticamente estável em março, em 0,48%, ante 0,49% em fevereiro. Com isso, a inflação alcançou 1,52% no primeiro trimestre de 2008, ante 1,26% em igual período de 2007. Em doze meses, a inflação continuou em aceleração. De fato, após atingir 4,56%

em janeiro, se deslocou para 4,61% em fevereiro e 4,73% em março (2,96% em março de 2007). (Ata 134 Banco Central do Brasil)

Comentário do BC sobre inflação realizada em parágrafo 1:

O comportamento recente do IPCA tem sido notadamente menos favorável do que em trimestres anteriores, de modo que desde o final de 2007 a inflação dá sinais de que poderia estar divergindo da trajetória das metas, tendo atingido 2,97% nos últimos seis meses. (Ata 134 Banco Central do Brasil)

Projeções de inflação com elevação significativa, estando acima do centro da meta:

16. Considerando-se as hipóteses do cenário de referência, que leva em conta a manutenção da taxa de câmbio em R\$1,70 e da taxa Selic em 11,25% em todo o horizonte de previsão, a projeção para o IPCA em 2008 elevou-se significativamente em relação ao valor considerado na reunião do Copom de março, e encontra-se acima do valor central de 4,50% para a meta fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e de juros apuradas pela Gerin junto a analistas, no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2008 também sofreu forte elevação em relação ao valor considerado na última reunião do Copom, e também se posiciona acima do centro da meta de inflação. No que diz respeito a 2009, a projeção do cenário de referência elevou-se em relação ao valor previsto na reunião de março, enquanto a projeção do cenário de mercado sofreu redução. Essas projeções, em ambos os cenários, superam o valor central de 4,50%. (Ata 134 Banco Central do Brasil)

Dados de atividade para o quarto trimestre de 2007 forte, com dados mais recentes de produção industrial e varejo também positivos. Desemprego aumenta na margem mas, segundo o BC, segue em nível baixo para padrões históricos.

Fala em parágrafo 17 sobre aceleração da demanda doméstica:

Os dados referentes à atividade econômica indicam que o ritmo de expansão da demanda doméstica continua bastante robusto, mostrando aceleração em alguns segmentos e regiões no primeiro trimestre do ano, e responde, ao menos parcialmente, pelas pressões inflacionárias que têm sido observadas no curto prazo, a despeito do forte crescimento das importações e do comportamento benigno do investimento." [...] "Em particular, cabe à política monetária atuar para que impactos inicialmente localizados sobre os índices de preços não levem, por meio

de uma piora das expectativas, à deterioração persistente da dinâmica inflacionária. (Ata 134 Banco Central do Brasil)

Parágrafos importantes sobre a decisão:

23. Visando consolidar um ambiente de estabilidade e previsibilidade, o Copom adota uma estratégia que procura evitar uma trajetória inflacionária volátil. Tal estratégia leva em conta as defasagens do mecanismo de transmissão e tem se mostrado a mais indicada para lidar com a incerteza inerente ao processo de formulação e implementação da política monetária. Daí a importância atribuída às projeções de inflação, ao balanço de riscos associado ao cenário prospectivo e, especialmente, à ação preventiva no processo decisório do Comitê. A prudência passa a ter papel ainda mais importante, nesse processo, em momentos como o atual, caracterizado pela deterioração da dinâmica inflacionária corrente e esperada. Nas atuais circunstâncias, existe o risco de que os agentes econômicos passem a atribuir maior probabilidade a que elevações da inflação sejam persistentes, o que implicaria redução da eficácia da implementação da política monetária. Assim sendo, na avaliação do Copom, respaldada pela experiência internacional, a atuação da política monetária tende a ser mais efetiva, atingindo seus objetivos com maior rapidez, quando a deterioração da dinâmica inflacionária está em seus estágios iniciais, do que quando esta se encontra consolidada.

24. O Copom avalia que, diante dos sinais de aquecimento da economia, como ilustram a aceleração de certos preços no atacado e a trajetória dos núcleos de inflação, e da rápida elevação das expectativas de inflação, são relevantes os riscos para a concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual o IPCA seguiria evoluindo de forma consistente com a trajetória das metas. De fato, a deterioração do cenário prospectivo já se manifesta nas projeções de inflação consideradas pelo Comitê. O Copom considera, também, que a persistência de descompasso importante entre o ritmo de expansão da demanda e da oferta agregadas tende a aumentar o risco para a dinâmica inflacionária. Nessas circunstâncias, a política monetária deve atuar, por meio do ajuste da taxa básica de juros, para, por um lado, contribuir para a convergência entre o ritmo de expansão da demanda e oferta e, por outro, evitar que pressões originalmente isoladas sobre os índices de preços levem à deterioração persistente das expectativas e do cenário prospectivo para a inflação. Ao permanecer pronto para atuar enquanto o balanço dos riscos para a dinâmica inflacionária assim o requerer, o Comitê entende que está, de fato, contribuindo para a sustentação do crescimento, o que requer estabilidade, previsibilidade e a conseqüente extensão do horizonte de planejamento das empresas e famílias, bem como para resguardar os importantes incrementos na renda real dos assalariados observados nos últimos anos.

25. Nesse contexto, avaliando a conjuntura macroeconômica e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 11,75% a.a., sem viés. O Comitê entende que a decisão de realizar, de imediato, parte relevante do movimento da taxa básica de juros irá contribuir para a diminuição tempestiva do risco que se configura para o cenário inflacionário e, como consequência, para reduzir a magnitude do ajuste total a ser implementado. (Ata 134 Banco Central do Brasil)

8.2 Opiniões imprensa

Opiniões circulada em jornais da época em momento anterior a reunião:

Pela 3ª vez, mercado eleva projeção da taxa Selic e da inflação
O mercado elevou pela terceira semana seguida sua projeção da taxa básica de juros, a Selic, e do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) para o final de 2008, segundo relatório Focus divulgado nesta segunda-feira, 14, pelo Banco Central. Em semana de reunião do Comitê de Política Monetária (Copom), a mediana das projeções para o juro subiu de 12,50% para 12,75%, patamar dois pontos percentuais mais elevado que o atual. Há um mês, a projeção dos analistas estava em 11,25%. Já a expectativa dos analistas para o IPCA subiu de 4,50% para 4,66%. Há quatro semanas, a projeção estava em 4,44%. Veja também: Brasil enfrenta dilema com taxa de juros, diz 'FT' Líderes mundiais pedem urgência contra inflação de alimentos Para FMI, alta dos preços ameaça estabilidade política Especial sobre a crise de alimentos Celso Ming explica a alta da inflação Produção maior é saída contra inflação, diz Lula ONU pede medidas urgentes contra inflação de alimentos Entenda os principais índices de inflação Para 2009, porém, o mercado manteve cenário que sinaliza queda da Selic, com juro em 11,25% no final do próximo ano. Quatro semanas antes, estava em 10,50%. Com relação ao juro médio, a mediana para 2008 subiu de 11,88% para 12,09%. Para 2009, a expectativa passou de 11% para 11,52%. Um mês antes, os números estavam em 11,25% e 10,69%, respectivamente. Já a elevação na inflação também foi registrada no cenário para 2009, cuja mediana passou de 4,30% para 4,40%. Há quatro semanas, a previsão era de 4,30%. Para abril, o mercado elevou sua projeção para o IPCA de 0,34% para 0,35% e manteve a previsão para maio em 0,30%. O relatório também aumentou a estimativa para o crescimento econômico neste ano, que passou de 4,6% para 4,7%. Já a projeção para a expansão em 2009 foi mantida em 4%. A projeção para o dólar foi mantida em R\$ 1,75 para o final de 2008 e em R\$ 1,85 para o fim de 2009. Para o ritmo de crescimento da indústria, a previsão de crescimento para 2008 subiu de 5,29% para 5,40%. Quatro semanas antes, a expectativa era de 5,06%. Para 2009, analistas mantiveram pela 13ª semana consecutiva a expectativa de alta de 4,50% para a atividade industrial. A pesquisa também mostrou que a projeção dos analistas

para a relação entre a dívida líquida do setor público e o PIB para 2008 caiu de 41,55% para 41,50%. Para 2009, o indicador teve ligeira redução de 40% para 39,90%. Um mês antes, os números eram, respectivamente, de 41,60% e 39,70%. Piora nas contas externas O relatório Focus apresentou forte deterioração das projeções relacionadas às contas externas. De acordo com a pesquisa do Banco Central, a expectativa de déficit em conta corrente em 2008 aumentou de US\$ 12,1 bilhões para US\$ 16 bilhões, na 20ª piora seguida. Um mês antes, a expectativa era de resultado negativo de US\$ 9 bilhões. Para 2009, a mediana do déficit em conta corrente saltou de US\$ 13,92 bilhões para US\$ 20 bilhões. Há quatro semanas, o dado estava em US\$ 12,08 bilhões. As projeções para a balança comercial mantiveram a tendência de piora, mas em ritmo distinto. Para o saldo em 2008, a projeção caiu de US\$ 26,05 bilhões para US\$ 25,30 bilhões. Um mês antes, estava em US\$ 29 bilhões. Para 2009, a aposta para o superávit comercial caiu de US\$ 20 bilhões para US\$ 19,50 bilhões. Há quatro semanas, estava em US\$ 23 bilhões. Com relação ao ingresso de Investimento Estrangeiro Direto (IED), o mercado manteve a expectativa de que devem entrar US\$ 30 bilhões em 2008. Para 2009, a projeção subiu de US\$ 26,71 bilhões para US\$ 27 bilhões. (Estadão 14 de abril de 2008).

Mercado prevê inflação de 2008 acima do centro da meta

Pela primeira vez este ano, a projeção para a inflação de 2008 pelo IPCA superou o centro da meta definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No relatório semanal Focus divulgado hoje pelo Banco Central, a previsão para o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), que é o índice oficial de inflação no País, passou de 4,50% para 4,66%. Com a alta, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) esperado para esse ano ficou acima do centro da meta, que é de 4,50%. Para 2009, a projeção do IPCA também foi ajustada para cima, de 4,30% para 4,40% - a meta de inflação de 2009 perseguida pelo BC também é de 4,50%. A meta de inflação determinada pelo CMN tem uma tolerância de dois pontos percentuais, para cima ou para baixo. Portanto, o que o mercado está projetando hoje é uma inflação superior ao objetivo central, que é 4,5%, mas ainda dentro da margem de tolerância da meta. A pesquisa Focus reúne as projeções de cerca de 100 instituições financeiras para os principais indicadores econômicos. A previsão para a taxa de câmbio, no final deste ano, ficou em R\$ 1,75 por dólar, igual à da semana anterior. Para o final de 2009, a projeção de câmbio está em R\$ 1,85 por dólar. Juros Para a taxa básica de juros, a Selic, o mercado financeiro fez de novo um ajuste para cima, de 0,25 ponto percentual. A estimativa da taxa para o final deste ano passou de 12,50% para 12,75% ao ano. Na semana passada, o mercado já havia elevado a Selic em 0,50 ponto. Para o fim do ano que vem, o mercado projeta a Selic em 11,25% ao ano, ante 10,50% da projeção da semana passada. A taxa Selic está atualmente em 11,25% ao ano e o Comitê de Política Monetária (Copom) reúne-se esta semana para definir a nova taxa. A aposta é de um aumento de pelo menos 0,25 ponto percentual, para o nível de 11,50% ao ano, este mês. PIB Nos números referentes

ao crescimento da economia brasileira, o mercado financeiro elevou a projeção de expansão do Produto Interno Bruto (PIB) em 2008 de 4,6% para 4,7%. Para o ano que vem, a previsão de crescimento do PIB é de 4%, estável em relação ao índice previsto na semana passada. Em relação à produção industrial, o mercado elevou a previsão de expansão de 5,29% para 5,40% este ano. A previsão para a produção industrial em 2009 é de aumento de 4,5%. Contas externas Quanto à balança comercial brasileira, a previsão dos economistas dos bancos é de um superávit de US\$ 25,30 bilhões em 2008, uma queda em comparação ao saldo de US\$ 26,05 bilhões projetado na semana passada. A previsão do superávit comercial de 2009 também caiu, de US\$ 20 bilhões para US\$ 19,5 bilhões. Para a conta corrente (saldo de todas as transações do País com o exterior), a pesquisa de mercado Focus mostrou forte aumento da projeção de déficit este ano, de US\$ 12,1 bilhões para US\$ 16 bilhões. A previsão para o saldo da conta corrente em 2009 é de um déficit ainda maior, de US\$ 20 bilhões (a projeção da semana passada estava em US\$ 13,92 bilhões). A previsão para o ingresso de investimento estrangeiro direto (IED) em 2008 permaneceu em US\$ 30 bilhões. Para 2009, a projeção do ingresso de recursos externos no País, de investimento direto (produtivo), subiu de US\$ 26,71 bilhões para US\$ 27 bilhões. (Estadão 14 de abril de 2008).

Mercado prevê alta de 0,25 ponto na Selic nesta semana

O mercado financeiro acredita que o Banco Central deve começar a elevar a Selic, taxa básica de juros, em reunião do Comitê de Política Monetária na quarta-feira. Segundo a pesquisa semanal Focus, realizada pelo BC, o aumento previsto é de 0,25 ponto porcentual, para 11,50% ao ano. O ritmo, no entanto, pode ganhar força nas reuniões seguintes. Para os analistas, em junho e julho a Selic deve ter duas novas altas de 0,50 ponto cada. Assim, a taxa subiria para 12% em junho e 12,50% em julho. Até a semana passada, analistas acreditavam na alta de 0,25 ponto em cada um desses meses. Para setembro, há divisão das apostas entre uma eventual estabilidade da taxa e a alta de 0,25 ponto. Para outubro, as projeções coincidem e apontam para elevação de 0,25 ponto na comparação com julho, para 12,75% ao ano. Por fim, o ano terminaria com juros estáveis na última reunião do Copom de 2008, em dezembro. (Estadão 14 de abril de 2008).

Investidor aposta em mais altas da Selic

O mercado financeiro já embute em suas apostas novas altas da taxa Selic (11,25% ao ano) neste ano, além do 0,25 ponto porcentual previsto para a reunião que começa hoje e termina amanhã. Na Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F), os contratos de juros de janeiro de 2009, por exemplo, estão sendo negociados por uma taxa de 12,43% ao ano; os de julho de 2008, 11,63%; e maio, 11,41%. Segundo o economista da López León, Flávio Serrano, desde o final de fevereiro as taxas inverteram a curva e passaram a embutir novas perspectivas de alta dos juros. O movimento se intensificou com a ata da 133ª reunião do Comitê de Política Monetária (Copom), divulgada em meados de março. O documento revelava quanto os índices de inflação estavam

incomodando a autoridade monetária. A alta das taxas ganhou mais impulso com o discurso do diretor de Política Econômica do Banco Central (BC), Mário Mesquita, sobre a necessidade de a autoridade monetária ter de agir de forma mais rígida para manter os índices de preços dentro da meta definida, destaca o economista da Austin Rating, Alex Agostini. Ele aposta numa alta de juros de 0,25 ponto percentual na reunião desta semana, mas é enfático ao considerar precipitada a medida. Segundo Mesquita, a mudança na política monetária poderá representar prejuízo para muitos investidores que compraram títulos prefixados nos últimos meses. As perdas poderão se intensificar com um ciclo maior de alta dos juros este ano. Isso porque esses investidores compraram papel apostando na continuidade de queda da taxa Selic. Nesse caso, quando há alta dos juros, a tendência é o investidor perder dinheiro. Serrano, da López León, explica, por exemplo, que quem investiu em prefixado em novembro do ano passado aceitou ganhar uma taxa de 11,4% ao ano. Se a Selic subir acima desse valor, ele poderá perder dinheiro. É claro que a taxa no fim do contrato será uma média do período. Quem apostou na alta da Selic perderia dinheiro se o BC decidisse amanhã manter a taxa no nível atual. Essa possibilidade, no entanto, está praticamente descartada pelo mercado. Embora muitos economistas argumentem que não há necessidade de elevação da taxa, todos eles apostam que a autoridade monetária vai optar pelo conservadorismo e aumentar os juros para conter os índices de preços. A crítica de muitos especialistas é que essa política monetária não é eficiente para conter uma inflação contaminada pela evolução das commodities no mercado externo. Ou seja, subir juros não vai mudar a tendência de alta dos preços internacionais, argumentam os economistas. (Estadão 15 de abril de 2008).

Opiniões circulada em jornais da época em momento posterior a reunião:

BC eleva juro a 11,75% e tenta evitar aperto maior à frente
O Comitê de Política Monetária (Copom) surpreendeu nesta quarta-feira ao elevar a taxa básica de juro em 0,50 ponto percentual, para 11,75 por cento ao ano, no primeiro aumento da Selic desde maio de 2005. Os diretores do Banco Central afirmaram que a elevação, mais forte que a esperada pela maioria dos economistas, foi um esforço para restringir o tamanho do aperto monetário total. "O Comitê entende que a decisão de realizar, de imediato, parte relevante do movimento da taxa básica de juros irá contribuir para a diminuição tempestiva do risco que se configura para o cenário inflacionário e, como consequência, para reduzir a magnitude do ajuste total a ser implementado", apontou o Copom em comunicado. A decisão foi unânime. Pesquisa da Reuters junto a 34 instituições financeiras na última semana mostrou que 32 já apostavam em alta do juro, mas a grande maioria contava com elevação de 0,25 ponto percentual. A decisão "é um sinal de que (o aperto) não vai tão longe. É uma ação mais preventiva, mais firme, que pode permitir que com um ajuste curto se reduza o risco inflacionário",

afirmou o economista-chefe do Banco Schahin, Silvio Campos Neto. Ricardo Amorim, diretor para mercados emergentes do WestLB, em Nova York, avaliou que o BC não deveria ter aumentado a Selic. "A inflação está sendo causada por choque de oferta e não por pressão de demanda... Além disso, a expectativa de inflação está próxima da meta", comentou o economista, acrescentando que uma consequência importante da decisão é a apreciação do real--já que o diferencial entre o juro doméstico e o externo ficará ainda maior, atraindo recursos ao Brasil. **QUEIXAS DO SETOR PRODUTIVO** Nas atas das últimas reuniões, o BC vinha alertando para um descasamento entre oferta e demanda na economia. Em março, os diretores admitiram já ter cogitado um ajuste no juro. No final do mês passado, o Relatório de Inflação do primeiro trimestre mostrou que as projeções do BC apontavam inflação acima da meta central de 4,5 por cento em 2008. Poucos dias depois, o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística informou que a inflação ao consumidor (IPCA) subiu 0,48 por cento no mês passado, bem acima das expectativas do mercado. A notícia selou as apostas no aumento da Selic este mês. O setor produtivo reagiu com indignação ao aumento de 0,50 ponto percentual da Selic. A Confederação Nacional da Indústria (CNI) afirmou estar "perplexa" com a decisão e voltou a defender a importância do governo reduzir seus gastos. Para a Federação do Comércio do Estado do Rio de Janeiro, a elevação foi "inadequada". "O Brasil não precisa de uma terapia preventiva, ainda mais de uma dose do remédio errado", apontou a entidade em nota. A próxima reunião do Copom está agendada para os dias 3 e 4 de junho. (Com reportagem adicional de Vanessa Stelzer e Daniela Machado) (Estadão 16 de abril de 2008).

BC surpreende e juro sobe 0,5 ponto

O Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central (BC) surpreendeu ontem o mercado, ao elevar a taxa básica de juros (Selic) em 0,50 ponto percentual, para 11,75% ao ano. A expectativa da maioria dos analistas era de uma alta de 0,25 ponto percentual. Foi o primeiro reajuste desde maio de 2005, quando a Selic passou de 19,5% para 19,75% ao ano. "O comitê entende que a decisão de realizar, de imediato, parte relevante do movimento da taxa básica de juros contribuirá para a diminuição tempestiva do risco que se configura para o cenário inflacionário e, como consequência, para reduzir a magnitude do ajuste total a ser implementado", afirmou o comunicado divulgado após o encontro. A votação foi unânime. Embora projetasse elevação de 0,25 ponto, o economista-chefe do Banco Schahin, Silvio Campos Neto, disse ter ficado "confiante" com o texto. "A sinalização, que ainda precisa ser confirmada na ata, é de que o ciclo de alta da Selic pode ser curto." Ele prevê que a taxa encerrará 2008 em 12,75% ao ano. A consultoria MB Associados estava entre as instituições que projetavam uma elevação de 0,50 ponto. "Para um BC preocupado com a demanda, seria melhor um ajuste mais forte para ancorar as expectativas (de inflação) o mais rapidamente possível", afirmou o economista-chefe da consultoria, Sergio Vale. Ele refere-se ao fato de o próprio mercado financeiro ter elevado, nas últimas semanas, as previsões para a inflação

em 2008. O relatório Focus divulgado pelo BC segunda-feira mostrou que os analistas projetavam uma alta de 4,66% para o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) no ano. O indicador baliza a meta de inflação no País, definida em 4,5%, com margem de erro (para cima ou para baixo) de dois pontos percentuais. Foi a primeira vez que o mercado, na média, estimou uma variação superior ao centro da meta. Para Roberto Padovani, economista do banco WestLB, ao optar por 0,50 ponto, "o BC quis dar sinais convincentes de comprometimento com a meta". A decisão do BC provocou duras críticas no meio empresarial e entre os sindicatos. O presidente da Central Única dos Trabalhadores (CUT), Arthur Pereira, considerou a alta "lamentável". O presidente da Confederação Nacional da Indústria (CNI), Armando Monteiro Neto, disse estar "perplexo". O BC começou a demonstrar desconforto com a inflação no fim de 2007. No primeiro trimestre, os recados se intensificaram e levaram o mercado a dar como certa uma alta da Selic nesta semana. "A oferta da economia, somada às importações, não tem conseguido suprir a demanda. Com isso, algumas medidas de núcleo da inflação (que excluem energia e alimentos) estão subindo", disse Caio Megale, da Mauá Investimentos. O Copom reúne-se de novo nos dias 3 e 4 de junho. (Estadão 17 de abril de 2008).

Copom diz atuar sobre cenário prospectivo de inflação

Visando atuar sobre a perspectiva da inflação a fim de garantir previsibilidade aos agentes econômico e ressaltando o impacto da força da demanda doméstica sobre os preços, o Comitê de Política Monetária (Copom) elevou a taxa de juro neste mês e disse que continuará atuando com "prudência", segundo a ata da última reunião. "A atuação da política monetária tende a ser mais efetiva, atingindo seus objetivos com maior rapidez, quando a deterioração da dinâmica inflacionária está em seus estágios iniciais, do que quando esta se encontra consolidada", disse o Copom, no documento divulgado nesta quinta-feira. O comitê ressaltou que seus movimentos terão impacto sobretudo no segundo semestre deste ano e em 2009. "Dessa forma, a avaliação de decisões alternativas de política monetária deve concentrar-se, necessariamente, na análise do cenário prospectivo para a inflação e nos riscos a ele associados, em vez de privilegiar os valores correntes." Nas últimas semanas, as expectativas de inflação do mercado para este ano e o próximo vêm aumentando, inclusive superando o centro da meta de 2008. A inflação corrente também vem se mantendo pressionada, mas sobretudo devido a fatores sazonais e aumentos de alimentos. "Visando consolidar um ambiente de estabilidade e previsibilidade, o Copom adota uma estratégia que procura evitar uma trajetória inflacionária volátil... A prudência passa a ter papel ainda mais importante, nesse processo", acrescentou o documento. Na semana passada, o Copom surpreendeu parte do mercado com uma alta mais agressiva da taxa Selic, em 0,50 ponto percentual, para 11,75 por cento. Na ocasião e também agora na ata, o Banco Central disse que a decisão de fazer já "parte relevante" do ajuste contribuirá para reduzir a magnitude do ajuste total a ser implementado. PREOCUPAÇÕES A ata enfatizou a preocupação do BC com a demanda interna em vários momentos, além

de prever que o aumento do crédito e da massa salarial real continuarão atuando como estímulos. "O ritmo de expansão da demanda doméstica, que deve continuar sendo sustentado, entre outros fatores, pelas transferências fiscais e pelo crescimento da renda e do crédito, continua colocando riscos para a dinâmica inflacionária", afirmou o Copom. Os sinais de aquecimento da atividade alimentam o risco para "a concretização de um cenário inflacionário benigno". "O Copom considera, também, que a persistência de descompasso importante entre o ritmo de expansão da demanda e oferta agregadas tende a aumentar o risco para a dinâmica inflacionária." O comitê do BC manteve em zero a previsão para o reajuste do preço da gasolina neste ano. O prognóstico para os preços administrados também foi mantido, em 4 por cento neste ano. (Reportagem de Vanessa Stelzer; edição de Alexandre Caverni) (Estadão 24 de abril de 2008).

APÊNDICE 9 - REUNIÃO 139

Realizada em 10 de dezembro de 2008, na gestão de Henrique de Campos Meirelles, com decisão pela manutenção na taxa Selic (patamar de 13,75%). Choque contracionista:

9.1 Detalhamento de comunicação por parte do Banco Central

BC vê uma inflação na ponta melhor, indicando um processo de convergência para a meta e menores riscos de isso não ocorrer:

A inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) se deslocou de 0,26% em setembro para 0,45% em outubro e 0,36% em novembro. Com isso, a inflação alcançou 5,61% nos primeiros onze meses de 2008 – a maior variação nesses meses desde 2004 – ante 3,69% em igual período de 2007. Em doze meses, a inflação saiu de 6,25% em setembro para 6,41% em outubro e 6,39% em novembro (4,19% em novembro de 2007).

Em síntese, ainda não se consolidou o processo de reversão da tendência de afastamento da inflação em relação à trajetória de metas, que vem se verificando desde o final de 2007, embora o risco de uma deterioração ainda maior da dinâmica inflacionária venha se reduzindo. Por sua vez, as três principais medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central têm mostrado redução, na margem, nos últimos meses. (Ata 139 Banco Central do Brasil)

Projeções de inflação em queda ainda que acima da centro da meta para 2009, 2010 ainda não divulgadas.

Comentário em parágrafo 18 sobre menores pressões para a inflação e tom de ainda cautela em redução da Selic:

Note-se, porém, que a trajetória dos índices de preços evidencia a redução das pressões inflacionárias externas, especialmente nas economias maduras, mas também em algumas emergentes, com implicações relevantes para a trajetória da inflação doméstica. O Comitê considera que o risco de materialização de um cenário inflacionário menos benigno recuou em relação ao existente há alguns meses, mas segue relevante. O Copom enfatiza que o principal desafio da política monetária nesse contexto é garantir que os resultados favoráveis obtidos nos últimos anos sejam preservados. Em particular, cabe à política monetária evitar que a deterioração da dinâmica inflacionária observada em 2008 se torne persistente. (Ata 139 Banco Central do Brasil)

Terceiro trimestre de 2008 ainda mostrou um crescimento robusto, mas dados setoriais mais recentes, assim como efeitos da crise global colocam viés de queda para a atividade econômica.

Sobre externo aponta continuidade do estresse, alguma moderação na percepção de risco sistêmico, mas que prevalece o cenário contracionista:

11. O período desde a reunião anterior do Copom foi marcado pela continuidade do estresse nos mercados financeiros internacionais, com origem nos Estados Unidos (EUA) e na Europa, mas cujas repercussões sobre as economias emergentes se tornam mais significativas. O aumento da aversão ao risco, a partir de meados de setembro, após a quebra de importante instituição financeira norte-americana, levou as autoridades nos EUA, Europa e Oceania a intervir de forma inédita em seus sistemas financeiros, utilizando ampla gama de instrumentos, com vistas a assegurar condições mínimas de funcionamento e liquidez nos mercados monetários. Ainda que a percepção de risco sistêmico tenha mostrado alguma moderação, os mercados interbancários voltaram a manifestar sinais de pressão em função da proximidade do final do ano e do fechamento dos balanços das instituições financeiras. A contração da liquidez internacional continuou contribuindo para um processo de desalavancagem por parte de administradores de recursos, o que, por sua vez, vem exercendo influência baixista generalizada sobre os preços de ativos. Em ambiente de maior aversão ao risco e fluxos de capitais mais escassos, as pressões sobre moedas de economias emergentes foram mantidas.

12. No que se refere ao cenário macroeconômico global, tendências contracionistas prevalecem, ao menos no curto prazo, sobre as pressões inflacionárias. A visão dominante continua apontando para a expansão, em ritmo modesto, da economia mundial em 2009, mas dados divulgados nas últimas semanas indicam enfraquecimento intenso e

generalizado da atividade nas economias maduras e, também, em algumas economias emergentes. (Ata 139 Banco Central do Brasil)

Comentário relevante sobre decisão:

22. As perspectivas para a evolução da atividade econômica se deterioraram desde a última reunião do Copom. Em particular, os efeitos da crise internacional sobre as condições financeiras internas indicam que a contribuição do crédito para a sustentação da demanda doméstica pode arrefecer de forma mais intensa e possivelmente persistente do que a que seria determinada exclusivamente pelos efeitos defasados da política monetária. Adicionalmente, a intensificação da crise internacional tem exercido influência negativa sobre a confiança dos consumidores e empresários. Caso persista tal situação, o dinamismo da atividade passaria a depender crescentemente da expansão da massa salarial real e dos efeitos das transferências governamentais esperadas para este e para os próximos trimestres. Essas ponderações tornam-se ainda mais relevantes quando se leva em conta que as decisões de política monetária terão impactos a partir de 2009. (Ata 139 Banco Central do Brasil)

Em parágrafo 23 acrescenta a frase:

A persistirem as tendências observadas desde a última reunião do Comitê, o ritmo de expansão da demanda doméstica poderia deixar de apresentar riscos importantes para a dinâmica dos preços, o que contribuiria para limitar o impacto inflacionário do ajuste no balanço de pagamentos. Nesse contexto, o ritmo de redução do descompasso, que se mostrava importante até o terceiro trimestre, entre o crescimento da oferta de bens e de serviços e o da demanda, continua sendo central na avaliação das diferentes possibilidades que se apresentam para a política monetária. (Ata 139 Banco Central do Brasil)

Parágrafos importantes sobre a decisão:

25. O Copom avalia que, diante dos sinais, evidenciados desde a sua última reunião, de arrefecimento do ritmo de atividade econômica, no que se refere, por exemplo, aos indicadores de produção industrial, alguns dados disponíveis sobre o mercado de trabalho e taxas de utilização da capacidade na indústria, bem como confiança dos empresários e consumidores, e do comportamento das expectativas de inflação, continuam sendo relevantes, ainda que com menor intensidade, os riscos para a concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual o IPCA voltaria a evoluir de forma consistente com a trajetória das metas. A propósito, essa evolução do cenário prospectivo começa a se manifestar nas projeções de inflação consideradas pelo Comitê. O Copom considera, também, que diminuiu a probabilidade de

persistência de um descompasso entre o ritmo de expansão da demanda e da oferta agregadas que continue representando risco para a dinâmica inflacionária. Nessas circunstâncias, a política monetária deve manter postura cautelosa, visando assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas.

26. O Comitê entende que a consolidação de condições financeiras restritivas por um período mais prolongado poderia ampliar de forma relevante os efeitos da política monetária sobre a demanda e, ao longo do tempo, sobre a inflação. Nessas circunstâncias, a maioria dos membros do Copom, tendo em vista o balanço de riscos para a atividade econômica e, conseqüentemente, para o cenário inflacionário em 2009, discutiu a opção de realizar, neste momento, uma redução de 25 p.b. na taxa básica de juros. Entretanto, prevaleceu no Comitê o entendimento de que a trajetória prospectiva central da inflação ainda justificaria a manutenção da taxa básica em seu patamar atual.

27. Outros membros do Copom avaliaram que os riscos que prosseguem para a dinâmica inflacionária, derivados da possível persistência da elevação da inflação observada neste ano e das conseqüências do processo de ajuste do balanço de pagamentos, continuam condicionando de forma predominante as diferentes possibilidades que se apresentam para a política monetária.

28. Nesse contexto, tendo a maioria dos membros do Comitê discutido a possibilidade de reduzir a taxa básica de juros já nesta reunião, em ambiente macroeconômico que continua cercado por grande incerteza, o Copom decidiu por unanimidade, ainda manter a taxa Selic em 13,75% a. a., sem viés, neste momento. O Comitê irá monitorar atentamente a evolução do cenário prospectivo para a inflação com vistas a definir tempestivamente os próximos passos de sua estratégia de política monetária. (Ata 139 Banco Central do Brasil)

9.2 Opiniões imprensa

Opiniões circulada em jornais da época em momento anterior a reunião:

Desaceleração faz mercado apostar em "viés de baixa"

A abrupta desaceleração da atividade econômica no Brasil fez o mercado financeiro por um "viés de baixa" na taxa básica de juros (Selic). Os contratos negociados na Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) revelam que os investidores projetam uma queda de 0,25 ponto porcentual da Selic na primeira reunião de 2009 do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central (BC), nos dias 20 e 21 de janeiro. Para o encontro desta semana, entre terça e quarta-feira, a expectativa quase unânime entre os analistas - também expressa nas taxas da BM&F - é de manutenção do juro nos atuais 13,75% ao ano.

Muitos especialistas confessam não ter tanta convicção na aposta, mas, como a obrigação é chegar o mais próximo possível do resultado do Copom, acabam optando pelo mais provável. O presidente do BC, Henrique Meirelles, e outros diretores da instituição já sinalizaram publicamente que não devem mexer na taxa por causa das incertezas em relação ao cenário econômico interno e externo. Os especialistas que cravam os 13,75% - 58 entre 60, segundo pesquisa da Agência Estado - replicam a justificativa. Ainda assim, muitos avaliam que tecnicamente já haveria espaço para uma queda do juro. Entre os argumentos, citam a perda de fôlego da inflação sinalizada pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) de novembro (ver acima), o recuo de 1,7% da produção industrial em outubro em relação a setembro e o número crescente de demissões e férias coletivas na indústria. Em resumo, já vêm a possibilidade de recessão técnica (dois trimestres seguidos de queda do Produto Interno Bruto) no País. "Esta reunião do Copom é a mais importante dos últimos tempos pela percepção de risco de recessão no País", define o sócio-diretor da RC Consultores, Fabio Silveira. "Com a Selic atual, nosso modelo (matemático) aponta para um crescimento de apenas 1,5% em 2009", diz o economista-chefe do Banco Fator, José Francisco de Lima Gonçalves. "A desaceleração pode ser muito mais profunda se o juro ficar onde está", completa o sócio da consultoria Rosenberg & Associados, Dirceu Bezerra Júnior. Os três estão entre os poucos economistas que não apenas defendem uma redução da Selic já nesta semana, como também apostam nela. DÓLAR, O FANTASMA Outros especialistas reconhecem as razões para cortar o juro, mas, mesmo assim, recomendam cautela por causa do cenário incerto, especialmente para o dólar. A moeda subiu quase 40% entre o dia 12 de setembro, quando houve o agravamento da crise, e sexta-feira. Em geral, calcula-se que cada 10% de elevação implica alta de um ponto percentual na inflação. Se essa lógica se comprovar de novo agora, haveria impacto de quatro pontos percentuais nos índices de preços só em decorrência do câmbio. "Sobrou para o Banco Central um grande fantasma: o câmbio", resume o professor da Universidade de São Paulo (USP), Simão Silber. "Há pressões do câmbio que ainda vão aparecer na inflação", diz a economista-chefe do Banco ING, Zeina Latif. (Estadão 06 de dezembro de 2008).

Copom faz última reunião sob pressão

O Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central (BC) realiza amanhã e quarta-feira sua última reunião de 2008. A maioria absoluta dos analistas acredita que o BC manterá a taxa básica de juros (Selic) em 13,75% ao ano. A principal justificativa para a aposta é a valorização de mais de 40% do dólar ante o real de setembro para cá. No entanto, nas últimas semanas, as taxas de juros futuras mantiveram uma tendência de queda a despeito da desvalorização da moeda brasileira. Isso pode indicar que, na avaliação dos investidores, a expressiva desaceleração da atividade econômica e a forte queda das commodities internacionais estão compensando a alta do dólar aqui dentro. Outro dado importante, ainda que espelhe o que ocorreu no passado, é o Produto Interno Bruto (PIB) do 3º trimestre, que será

divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) amanhã. A expectativa mais freqüente dos analistas é de uma expansão de 6% em relação a igual período de 2007. No exterior, os analistas continuarão atentos aos dados que medem a temperatura da atividade econômica. As informações recentes, como o relatório de emprego dos Estados Unidos relativo a novembro, foram negativas e elevaram a aposta em uma recessão longa e profunda no país. Nesta sexta-feira, sai o resultado das vendas no varejo referente a novembro. A previsão é de uma queda de 1,8% em relação ao mês anterior. (Estadão 08 de dezembro de 2008).

BC decide juros em meio a dilema entre inflação e recessão

Em sua segunda reunião após o estouro da crise, o Comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom) encontra-se diante de um dilema: decidir se o problema mais grave para o país está na inflação ou na recessão. O balanço desses dois problemas é que vai definir o rumo da taxa de juros no país. Enquanto a inflação em alta exige taxas de juros mais elevadas, a recessão pede uma dose menor. A decisão será divulgada nesta quarta-feira. Na última reunião, em outubro, a grande dificuldade da autoridade monetária foi a instabilidade e a falta de clareza no cenário internacional. Naquela situação, o BC achou melhor não mexer na taxa de juros, atualmente em 13,75%. Segundo os economistas, a situação agora está um pouco mais clara - mas para pior. Já se sabe, por exemplo, que as economias ricas, como Estados Unidos e Grã-Bretanha, já estão em recessão. No Brasil, o contágio veio mais rápido do que o esperado. Nas últimas semanas, uma série de indicadores negativos surpreenderam o mercado. Algumas consultorias, como a LCA, já falam em recessão técnica (dois trimestres consecutivos de queda no PIB) no primeiro trimestre de 2009. A produção industrial recuou 1,7% em outubro, segundo o IBGE. Os que mais sofreram foram os setores de bens duráveis, como veículos e eletrodomésticos, cuja produção caiu 4,7%. As vendas de automóveis caíram 25% em novembro, em relação ao mês anterior. O fluxo comercial brasileiro com o resto do mundo também diminuiu em novembro. De acordo com o Ministério do Desenvolvimento, houve queda tanto nas exportações (-12,3%), quanto nas importações (-16,5%). Inflação Por outro lado, a inflação no Brasil ainda está acima do centro da meta. O IPCA de novembro subiu menos do que o esperado, mas o índice anual chega a 6,39%, enquanto a meta do governo é de 4,5%. O dólar, que na última reunião aparecia como uma das principais ameaças inflacionárias, continua em alta. Na semana passada, chegou a R\$ 2,50. Para o economista Antônio Licha, do Instituto de Economia da UFRJ, apesar dos dados negativos, ainda não há motivos contundentes para uma redução dos juros no Brasil. "O Banco Central olha basicamente a expectativa sobre a inflação e as pesquisas ainda apontam um índice acima do centro da meta em 2009", diz o professor. Segundo Licha, apesar de alguns setores da economia já estarem sentindo o impacto da crise, ainda é cedo para o BC observar uma tendência. De acordo com a pesquisa Focus, do Banco Central, a maioria dos analistas prevê que a Selic não será alterada nesta reunião.

A economista Lilian Fujiy, da Banif Investimentos, é um deles. Segundo ela, o fato de o BC não subir a taxa já é um indicativo de que a autoridade monetária está preocupada com a recessão." Pela cautela que o BC vem demonstrando, manter a taxa de juros será um sinal de preocupação com a recessão", diz. Redução Para o professor da UFRJ, já está certo que a crise afetará o crescimento brasileiro em 2009. O que o BC precisa decidir é o "pior problema" no momento: a inflação ou a recessão. "Minha opinião é de que a inflação continua no foco", diz Licha. Segundo ele, apesar do impacto da crise em alguns setores, ainda existe um descompasso entre oferta e demanda, o que pressiona os preços para cima." O ajuste desse desequilíbrio começou apenas em outubro. Esse é um processo que pode levar até seis meses". Só então o BC teria espaço para reduzir os juros, diz. Já o professor da FGV-Rio, André Nassif, acha que o BC brasileiro deveria ser "mais agressivo e cortar a taxa". Segundo ele, a queda do preço das commodities, sobretudo do petróleo, compensa a valorização do dólar, abrindo caminho para a redução dos juros." Infelizmente o BC brasileiro tem uma postura conservadora, o que provavelmente levará a uma manutenção dos juros", diz. BBC Brasil - Todos os direitos reservados. É proibido todo tipo de reprodução sem autorização por escrito da BBC. (Estadão 08 de dezembro de 2008).

Opiniões circulada em jornais da época em momento posterior a reunião:

Temendo inflação, BC decide manter juros inalterados
O Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central decidiu nesta quarta-feira manter a taxa de juros em 13,75%, sem viés, mostrando que a preocupação da autoridade monetária com a inflação ainda é maior do que o temor de que o Brasil, seguindo a tendência de muitas das maiores economias do mundo, esteja a caminho de uma recessão. Segundo um comunicado divulgado na noite desta quarta-feira, o Copom chegou a cogitar a hipóteses de baixar os juros já nesta reunião, mas a decisão de manter a taxa estável foi unânime. "Tendo a maioria dos membros do Comitê discutido a possibilidade de reduzir a taxa básica de juros já nesta reunião, em ambiente macroeconômico que continua cercado por grande incerteza, o Copom decidiu por unanimidade, ainda manter a taxa Selic em 13,75% ao ano, sem viés, neste momento", diz o comunicado divulgado pelo Banco Central. "O Comitê irá monitorar atentamente a evolução do cenário prospectivo para a inflação com vistas a definir tempestivamente os próximos passos de sua estratégia de política monetária", completa. Com a decisão, o Brasil manteve a maior taxa real de juros do mundo, com 7,85%. O número é resultado da taxa básica, descontada a inflação. Enquanto a inflação em alta exige taxas de juros mais elevadas, a recessão pede uma dose menor. Na última reunião do Copom, em outubro, a grande dificuldade do Banco Central na hora de tomar sua decisão foi analisar a instabilidade e a falta de clareza no cenário internacional. Mas segundo economistas, a situação agora está um

pouco mais clara - mas para pior, o que reforçaria a necessidade de queda dos juros. Já se sabe, por exemplo, que as economias ricas, como Estados Unidos e Grã-Bretanha, já estão em recessão. Por outro lado, dados divulgados pelo IBGE nesta semana mostram que o Brasil teve um crescimento de 6,8% no terceiro trimestre de 2008, o que pode ter influenciado a decisão do Copom de manter a taxa. Desaceleração Dados referentes aos últimos meses, no entanto, não são tão animadores. Nas últimas semanas, uma série de indicadores negativos surpreenderam o mercado. Algumas consultorias, como a LCA, já falam em recessão técnica (dois trimestres consecutivos de queda no PIB) no primeiro trimestre de 2009. A produção industrial recuou 1,7% em outubro, segundo o IBGE. Os que mais sofreram foram os setores de bens duráveis, como veículos e eletrodomésticos, cuja produção caiu 4,7%. As vendas de automóveis caíram 25% em novembro, em relação ao mês anterior. O fluxo comercial brasileiro com o resto do mundo também diminuiu em novembro. De acordo com o Ministério do Desenvolvimento, houve queda tanto nas exportações (-12,3%), quanto nas importações (-16,5%). Por outro lado, a inflação no Brasil ainda está acima do centro da meta. O IPCA de novembro subiu menos do que o esperado, mas o índice anual chega a 6,39%, enquanto a meta do governo é de 4,5%. O dólar, que na última reunião aparecia como uma das principais ameaças inflacionárias, continua em alta. Na semana passada, chegou a R\$ 2,50. O Copom volta a se reunir nos dias 20 e 21 de janeiro de 2009. BBC Brasil - Todos os direitos reservados. É proibido todo tipo de reprodução sem autorização por escrito da BBC. (Estadão 10 de dezembro de 2008).

Decisão do Copom foi péssima, diz Delfim Netto

O economista Delfim Netto criticou fortemente a decisão do Comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom) de manter, por unanimidade, a taxa Selic em 13,75%, na reunião de dezembro. Delfim foi ministro da Fazenda no período conhecido como o do milagre econômico, no início dos anos 70, além de ministro da Agricultura, do Planejamento e deputado federal. "A decisão foi péssima. Não há justificativa técnica. O BC demonstrou uma insensibilidade fantástica. Estamos diante de um processo de queda de confiança e uma das poucas contribuições que o BC poderia dar seria um pequeno sinal de que está sensível ao que ocorre no mundo", disse ao AE Broadcast Ao Vivo. Ouça a entrevista Um corte na Selic, segundo ele, não teria muito efeito na economia, além daquele de reduzir o gasto do governo. No entanto, seria um importante sinal para restabelecer a confiança. Até porque, conforme ressaltou Delfim, o Brasil tem a maior taxa de juros no mundo e promoveu o maior aumento de juros global este ano, em apenas sete meses. Desde janeiro não houve nenhum corte da Selic, mas sim quatro elevações que tiraram a taxa básica de 11,25% para 13,75%. Delfim diz que prefere não travar uma aposta sobre qual será a próxima decisão do Copom. "Não ponho a minha mão no fogo sobre o que vão buscar com os juros, porque eles é que são cientistas, eles é que têm o modelo", alfinetou. Para o economista, a valorização do dólar não pode ser apontada como fator determinante para manutenção da taxa. "Quem

produziu essa porcaria no câmbio foi o próprio BC. Quem supervalorizou o real foi o BC, que agora está colhendo os problemas que plantou". Delfim Netto disse também que não pode culpar a inflação para explicar o fato de a taxa ter continuado no mesmo nível desde setembro deste ano. "Isso é conversa para boi dormir. A inflação brasileira como a de outros países tinha lá um componente nunca provado empiricamente de excesso de demanda - ainda há muita dúvida sobre como se mede isso - mas não era nada fora do que estava acontecendo no mundo. Havia uma inflação planetária, como agora existe uma desinflação planetária. Daqui a pouco o Banco Central vai dizer que ele que derrubou os preços das matérias-primas", disse. O ex-ministro disse ainda não se preocupar com a deterioração das expectativas de inflação, que segundo ele são alimentadas pelo próprio BC. "O BC alimenta a expectativa do mercado, o mercado alimenta a expectativa do Banco, aí ele publica a Focus. Isso é um incesto monumental entre o setor privado e o BC. O BC é a única coisa privada que está no governo. A autonomia do Banco Central é fundamental, se de fato o BC agisse de acordo como agem os outros bancos centrais do mundo. Ponto".

Credibilidade Para Delfim Netto, o Brasil tem condições de se sair melhor do que a maior parte do mundo desta crise, ainda que vá colher o ônus agora, depois de ter tido o bônus de vários anos de abundância de liquidez mundial. "Uma coisa é segura: o Brasil provavelmente vai crescer mais do que a maior parte do mundo. Isso é o suficiente. Mas a coisa mais ridícula é o sujeito dizer que o Brasil vai crescer 3,874%. Porque a precisão dos economistas brasileiros está chegando à terceira casa decimal. O Brasil vai crescer aquilo que for capaz de produzir", afirmou ele. Segundo ele, "o ano de 2009 está naquilo que fomos capazes de fazer com nossa inteligência e nossa ousadia. E os investimentos devem voltar quando formos capazes de mostrar confiança em nós mesmos". (Estadão 13 de dezembro de 2008).

Na contramão do mundo, Brasil segura taxa de juros

A ameaça de recessão mundial em 2009 tem levado a maioria dos países a reduzir a taxa básica de juros para estimular a atividade econômica. Levantamento da LCA Consultores, atualizado até a primeira semana de dezembro, revela que 28 nações entre 52 baixaram o juro desde a quebra do Banco Lehman Brothers, em setembro. Esse evento é considerado o responsável pelo aprofundamento da crise global. Outros 17 países mantinham suas taxas e sete a elevaram. O Brasil mantém a Selic em 13,75% ao ano desde agosto. Segundo analistas, a opção do Banco Central (BC) é explicada por dois fatores. O primeiro é que a demanda no País vinha crescendo fortemente até setembro, ao contrário dos países desenvolvidos, que há algum tempo enfrentam quedas expressivas do consumo. O segundo é a valorização do dólar ante o real, que se reflete na alta da inflação. "A crise aqui tem uma natureza diferente da dos Estados Unidos. Portanto, para doenças distintas, é preciso dar remédios distintos", diz o professor da Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo (USP) Fabio Kanczuk. Segundo ele, os EUA estão lidando com o estouro de uma bolha (neste caso, imobiliária), que se refletiu no restante da economia,

derrubando a demanda. Por isso, na terça-feira, o Federal Reserve (Fed, o banco central do país) reduziu a taxa de juros de 1% para um intervalo entre 0 e 0,25% ao ano. O Brasil, explicou Kanczuk, se depara com um efeito colateral da crise americana e da desaceleração mundial: a expressiva queda dos preços das commodities. "O País vinha crescendo na faixa de 5% ancorado nos altos preços desses produtos. Agora, precisa diminuir sua expansão para a faixa de 3% para acomodar esse choque", disse. Na avaliação dele, o BC dirigido por Henrique Meirelles age corretamente ao esperar mais tempo para mexer na Selic. Kanczuk lamenta a indicação do Comitê de Política Monetária (Copom), após a última reunião, de que diminuirá a Selic em janeiro. Para ele, a valorização do dólar nos últimos meses (31,8% entre meados de setembro e ontem) vai se refletir na inflação no primeiro trimestre. "Se o BC cortar o juro em janeiro, enfrentará um constrangimento à frente", disse. Lilian Fujy, economista do Banif Investment Bank, também acredita que o risco de repasse da alta do dólar para a inflação é o que tem mantido o BC cauteloso. A economista observa, ainda, que a expectativa do mercado para o IPCA, índice oficial de inflação do Brasil, em 2009 permanece acima da meta - 5,2% ante 4,5%. No entanto, ela observa que a expressiva queda da atividade econômica, refletida em indicadores como a produção industrial de outubro, levará o Copom a cortar a Selic já em janeiro. A especialista está revisando a projeção para a taxa básica no ano que vem, mas disse que tende a optar por uma queda de 0,5 ponto percentual no mês, o que a levaria para 13,25% ao ano. Para o fim de 2009, ela espera que a Selic esteja em 12,25% ao ano. "As commodities estão caindo mais do que se esperava, o que tem compensado o efeito da alta do dólar na inflação", explica Lilian. (Estadão 18 de dezembro de 2008).

Meirelles: balanço de riscos não justificava corte do juro

O presidente do Banco Central, Henrique Meirelles, ressaltou nesta quinta-feira que a maioria dos membros do Copom discutiu a possibilidade de um corte do juro em 0,25 ponto percentual em sua última reunião, mas que os diretores concluíram, de forma unânime, que a conjuntura ainda exigia cautela. "O balanço de riscos não justificaria uma decisão diferente naquele momento", disse Meirelles em audiência na Comissão de Assuntos Econômicos (CAE) do Senado. Ele fez os comentários em resposta a uma intervenção do presidente da CAE, senador Aloizio Mercadante (PT-SP), que apontava uma possível contradição nas informações da ata da última reunião do Comitê de Política Monetária, divulgada nesta manhã. O senador questionou o fato de o Copom ter decidido pela manutenção da taxa em 13,75 por cento ao ano apesar de a maioria dos diretores ter, em sua opinião, se mostrado favorável a um corte de 0,25 ponto. "Não há contradição", disse Meirelles, ressaltando que a ata do Copom afirmou que o corte de 0,25 ponto foi apenas considerado. Meirelles afirmou que, de maneira geral, é "normal" que determinadas decisões dos bancos centrais sejam alvo de crítica, uma vez que o papel das autoridades monetárias é "atuar prospectivamente". "Seria até estranho se todas as decisões fossem muito populares", disse. Para Meirelles, o histórico recente de

crescimento do país e o comportamento da inflação contestam críticas de que o nível de juros seria um obstáculo à atividade econômica ou superior ao necessário. Ele reiterou ainda que o BC está preparado para tomar "todas as medidas necessárias para preservar a economia brasileira dos efeitos da crise". A preocupação central, segundo ele, é gerir a atual crise de liquidez, esforço que não deve se confundir com a política monetária. O Banco Central já injetou no mercado 9,8 bilhões de dólares em leilões de venda direta da moeda norte-americana desde a piora da crise externa até o último dia 16. Nesse mesmo período, a colocação de contratos de swap cambial tradicional --que funcionam como uma venda futura de dólares ao mercado-- somou 28,9 bilhões de dólares. As vendas de dólares com compromisso de recompra pelo BC foram de 10,8 bilhões de dólares e os empréstimos para comércio exterior totalizaram 2,4 bilhões de dólares. Meirelles informou também que, até 15 de dezembro, o efeito das medidas de redução de depósitos compulsórios foi de 98 bilhões de reais. (Estadão 18 de dezembro de 2008).

APÊNDICE 10 - REUNIÃO 149

Realizada em 17 de março de 2010, na gestão de Henrique de Campos Meirelles, com decisão pela manutenção na taxa Selic (patamar de 8,75%). Choque expansionista:

10.1 Detalhamento de comunicação por parte do Banco Central

Inflação em alta, com avanço forte recente:

1. A inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) avançou substancialmente, de 0,37% em dezembro para 0,75% em janeiro e 0,78% em fevereiro. "

BC comenta: "Em síntese, o conjunto das informações disponíveis evidencia deterioração da dinâmica inflacionária na margem. (Ata 149 Banco Central do Brasil)

PIB do 4trimestre mostra avanço de 2,0% e mercado de trabalho "tem exibido comportamento mais favorável" (Ata 87 Banco Central do Brasil) "Na série dessazonalizada, em janeiro a taxa atingiu 7,5%, ante 7,9% no mês anterior." (Ata 87 Banco Central do Brasil)

Projeções de inflação seguem em elevação e encontram-se acima da meta (na reunião anterior medidas de projeção estavam ao redor da meta):

17. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em 1,80 R\$/US\$ e da taxa Selic em 8,75% ao ano (a.a.) em todo o horizonte. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2010 elevou-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de janeiro, e se encontra sensivelmente acima do valor central de 4,50% para a meta fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e de juros apuradas pela Gerin junto a analistas no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2010 se elevou, e também se encontra sensivelmente acima do valor central da meta para a inflação. Para 2011, no cenário de referência, a projeção se elevou em relação ao valor considerado na reunião de janeiro, e se encontra acima do valor central da meta. Do mesmo modo, no cenário de mercado, a projeção se elevou, no entanto se posiciona ao redor do valor central da meta. (Ata 87 Banco Central do Brasil)

Em parágrafo 19 o Banco Central aponta para uma elevação de riscos para a inflação:

19. O Copom entende que, com a confirmação das incipientes evidências de intensificação de pressões da demanda doméstica sobre o mercado de fatores, aumenta a probabilidade de que desenvolvimentos inflacionários inicialmente localizados venham a apresentar riscos para a trajetória da inflação. Nesse contexto, aumenta também o risco de repasse de pressões de alta dos preços no atacado para os preços ao consumidor. O Comitê avalia que a materialização desse repasse, bem como a generalização de pressões inicialmente localizadas sobre preços ao consumidor, segue dependendo de forma crítica das expectativas dos agentes econômicos para a inflação e do grau de ociosidade da economia, dentre outros fatores. Portanto, essas e outras variáveis fazem parte do conjunto de informação que é levado em conta no processo de geração das projeções de inflação do Banco Central, que se constituem elemento central no julgamento que o Comitê faz sobre o cenário inflacionário prospectivo. Adicionalmente, cabe notar que o comportamento da demanda doméstica tende a exercer certa pressão sobre os preços dos itens não transacionáveis, como os serviços, nos próximos trimestres. De qualquer modo, o Comitê reafirma que continuará conduzindo suas ações de forma a assegurar que os ganhos obtidos no combate à inflação em anos recentes sejam permanentes. (Ata 87 Banco Central do Brasil)

Parágrafos novos 26 e 27:

26. À luz dessas considerações, houve consenso entre os membros do Comitê quanto à necessidade de se implementar um ajuste na taxa básica de juros, de forma a conter o descompasso entre o ritmo de expansão da demanda doméstica e a capacidade produtiva da economia, bem como para reforçar a ancoragem das expectativas de inflação.

27. Nessas circunstâncias, a maioria dos membros do Copom, tendo em vista as informações disponíveis neste momento, aliado ao fato de que já está em curso o processo de retirada dos estímulos introduzidos durante a crise, entendeu ser mais prudente aguardar a evolução do cenário macroeconômico até a próxima reunião do Comitê, para então dar início ao ajuste da taxa básica. Por outro lado, os demais membros do comitê entendendo que as projeções de inflação e o balanço de riscos considerado justificariam o início do ajuste já nesta reunião, votaram por uma elevação imediata de 0,50 p.p., na taxa de juros básica. (Ata 87 Banco Central do Brasil)

10.2 Opiniões imprensa

Opiniões circulada em jornais da época em momento anterior a reunião:

Para já ou para abril?

Não há certeza de que o Banco Central recomeçará o processo de aperto monetário nesta quarta-feira, na próxima reunião do Copom. Talvez ainda deixe para abril. Mas quanto mais tempo deixar escorrer, mais terá de reapertar os juros às vésperas das eleições. Do ponto de vista do governo, isso não parece recomendável.

Os únicos argumentos contra essa nova temporada de alta dos juros são os dos representantes dos empresários, especialmente da Fiesp, que simplesmente não-querem-porque-não-querem os juros altos. E não são capazes de sustentar seu ponto de vista sem atropelar as atuais regras do jogo determinadas pelo sistema de metas de inflação. Insistir em que os juros básicos (Selic) estão em níveis altos demais e que novo aperto os deixará ainda mais fora do padrão internacional não muda em nada a natureza do problema.

Todos os sensores do comportamento dos preços mostram que a inflação já está embicando para fora dos trilhos (meta de 4,5% em 2010). O consumo avança muito à frente da capacidade de produção conjugada com o nível adequado das importações. Mais cedo ou mais tarde o Banco Central terá de agir, a menos que se declare temporariamente suspensa ou, então, se declare flexibilizada a aplicação das disposições do sistema de metas.

Pode-se argumentar que o atual avanço da inflação tem mais a ver com fatores fiscais, que são gerados pelas excessivas despesas correntes do governo federal, do que com fatores monetários, que correspondem ao volume adequado de dinheiro e crédito no mercado. Isso posto, a contenção monetária é a resposta errada dada com o instrumento errado. Desse ponto de vista, o melhor contra-ataque à inflação não é o aperto dos juros, mas a formação de um superávit fiscal (sobra de arrecadação para pagamento da dívida pública) maior do que o atual, cuja meta em 2010 é de 3,3% do PIB, ou cerca de R\$ 115 bilhões.

Se o governo tivesse anunciado lá atrás que, em coisa de três anos, o déficit nominal (que inclui as despesas com os juros da dívida pública) cairia a zero, os juros e a inflação despencariam naturalmente. Como a política é outra, o combate à inflação sobra para o BC, que vai usar as armas que tem. Há ainda quem observe que o principal inimigo não é a inflação, mas o risco do retorno à estagnação, como aconteceu no primeiro semestre de 2009. De acordo com esse ponto de vista, neste momento em que a economia convalesce dos efeitos da maior crise desde os anos 30, uma puxada dos juros abortaria o crescimento econômico e a retomada do emprego. Assim, diante do objetivo mais importante, tirar o pé do acelerador seria um erro técnico e politicamente inadmissível.

A essa objeção, pode-se responder que não há fator que derrube mais o crescimento e o emprego do que o descarrilamento dos preços. Inflação a 6% puxa logo para 7% e daí para o que Deus quiser. Algumas vezes, o presidente Lula deu mostras de que compreendeu o alcance político dessas verdades. (Estadão 14 de março de 2010).

Na véspera do Copom, mercado segue dividido

Nesta véspera da decisão do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central, os juros futuros mantiveram o padrão das últimas sessões e encerraram "de lado" (praticamente estáveis) a negociação normal dos contratos de depósito interfinanceiro (DI) na BM&F. O volume concentrou-se no DI com vencimento em abril de 2010, com mais de 1,7 milhão de contratos negociados. Ainda que este vencimento seja curto o bastante para exigir do investidor a negociação de grandes lotes para obter algum ganho, é fato que esse movimento reflete as expectativas com o resultado desta que pode ser a última reunião de Henrique Meirelles no comando do Banco Central.

O DI de abril de 2010 (1.733.510 contratos negociados hoje) projetava taxa de 8,845% ao ano, de 8,83% no ajuste de ontem; o DI com vencimento em maio de 2010 (169.150 contratos negociados) apontava taxa de 8,91%, de 8,89% ontem; e o DI de julho de 2010 (112.540 contratos) estava em 9,35%, de 9,34% na última sessão. O DI janeiro de 2011 (160.220 contratos), estável, marcava 10,52%.

Com a agenda doméstica sem força para alterar o quadro de apostas, o mercado de juros continua dividido sobre se a taxa Selic será elevada amanhã ou somente em abril. No final da negociação normal, a curva precificava 0,27 ponto porcentual de alta para a taxa básica este mês, o que corresponde, segundo cálculo de profissionais da renda fixa, a 54% de possibilidade de uma elevação de 0,5 ponto. Hoje a taxa Selic está em 8,75% ao ano.

Do lado externo, a decisão do Federal Reserve (Fed, banco central americano) acabou não fazendo preço no mercado de juros, que está totalmente focado nas questões locais. Além disso, o banco central norte-americano não alterou suas direções de política monetária, ao optar por manter a taxa dos Fed Funds entre zero e 0,25% e também a taxa de redesconto em 0,75%. Ainda, o comunicado manteve a frase de que os juros continuarão "excepcionalmente baixos" por um "período prolongado". (Estadão 16 de março de 2010).

Maiores bancos preveem alta do juro já

Se depender da previsão dos quatro maiores bancos privados atuando no Brasil, o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central (BC) elevará hoje a taxa básica de juros, a Selic, em 0,5 ponto percentual, levando-a para 9,25%. Essa é a projeção de Itaú-Unibanco, Bradesco, Santander e HSBC.

No mercado financeiro como um todo, porém, permanece uma forte divisão entre os que apostam na alta agora e aqueles que acham que ela só virá na reunião de abril. A Selic está em 8,75% desde julho de 2009. Segundo levantamento do "Termômetro do Copom", elaborado pela Agência Estado na segunda-feira, com 61 instituições, um grupo de 32 delas, ou 52,5%, espera que a Selic suba apenas em abril. Outras 26 apostam numa elevação hoje. Duas instituições projetam aumento em junho e uma em outubro. No caso dos que preveem aumento em março e abril, a grande maioria acha que a alta será de 0,5 ponto percentual, e apenas quatro estimam que será de 0,25 (três delas no caso da reunião que termina hoje).

Mudança. Zeina Latif, economista-chefe do ING, diz que decidiu mudar a projeção do primeiro aumento de 0,5 ponto percentual na Selic de abril para março quando, na posse do novo diretor de Assuntos Econômicos, Carlos Hamilton Araújo, em 26 de fevereiro, o presidente do BC, Henrique Meirelles, declarou que "atuar de forma consistente significa não evitar decisões tecnicamente justificadas que, no curto prazo, possam parecer antipáticas ou impopulares".

Ela acrescenta que a piora das expectativas inflacionárias ocorridas depois daquela declaração deve ter selado a inclinação do BC a fazer o aumento hoje. Zeina observa que, da última vez que o BC divulgou a distribuição das expectativas de inflação, no início do mês, houve uma piora tanto do número de instituições que projetam que ela vai ultrapassar a meta de 4,5% em 2010, quanto da distância que ela ficará da meta. No caso de 2011, em que a projeção mais frequente também está acima da meta, a distância também aumentou, embora menos.

Já Roberto Padovani, estrategista do WestLB, está no grupo que aposta em alta de 0,5 ponto percentual em abril. Para ele, o BC não está atrasado na política monetária, e tem tempo até abril para se certificar se de fato o aumento da inflação no início do ano, muito ligado a fatores sazonais e ocasionais (como ônibus, escolas e alimentos), tem um componente mais permanente.

Padovani vê sinais de uma acomodação no ritmo da recuperação econômica, como o fato de que o indicador de ocupação da capacidade instalada na indústria da Fundação Getúlio Vargas (FGV) ter chegado há pouco tempo no nível médio de 2005 a 2007, ainda abaixo do pico pré-crise em 2008. E ele também acha que o BC prefere "preparar a sociedade" para a alta. Os sinais emitidos nas atas e comunicados do BC ainda não apontaram, diz ele, que a elevação dos juros é iminente. (Estadão 17 de março de 2010).

Opiniões circulada em jornais da época em momento posterior a reunião:

BC vai monitorar cenário até próxima reunião em abril

O comunicado do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central diz que a autoridade monetária vai monitorar o cenário macroeconômico até a próxima reunião, em abril, para decidir sobre a política monetária. Confira a íntegra do comunicado:

"Avaliando a conjuntura macroeconômica e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu manter a taxa Selic em 8,75% ao ano, sem viés, por cinco votos a favor e três votos pela elevação da taxa Selic em 0,5 ponto porcentual. O Comitê irá monitorar atentamente a evolução do cenário macroeconômico até sua próxima reunião, para então definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária."

A próxima reunião do Copom está marcada para os dias 27 e 28 de abril. A ata da reunião de hoje será divulgada pelo BC na quinta-feira da próxima semana, dia 25 de março. (Estadão 17 de março de 2010).

Ficou para abril

A principal conclusão que se pode tirar da decisão do Copom, que manteve hoje a temporada de pausa na sua política de juros, é a de que o Banco Central está rachado tanto no diagnóstico da inflação como no que teria de ser feito para atacá-la.

A votação por 5 votos a 3 está dizendo que bastaria a mudança de voto de apenas um diretor do Copom para que a contagem terminasse empatada.

De todo modo, prevaleceu o ponto de vista de que ainda não dá para avaliar a natureza da inflação que voltou a decolar. Há boas razões para apostar em que ainda se trata de uma estocada episódica dos preços, devido a fatores sazonais, como reajustes na virada do ano ou do encarecimento de produtos agrícolas em consequência do excesso das chuvas deste verão e não de uma inflação provocada por uma demanda aquecida sem que a oferta da economia tenha condições de atendê-la.

O Banco Central está dizendo também que é preciso esperar até abril para mudar a política, se for o caso de mudá-la. A principal consequência desse adiamento é a de que um eventual combate à inflação terá de concentrar-se no período pré-eleitoral e, ainda assim, o Banco Central pode enfrentar o risco de chegar às vésperas das eleições sem ter o serviço concluído.

Também ficará para abril a decisão final sobre a dosagem desse reforço. Os três votos dissidentes queriam para já uma estocada de meio ponto porcentual. Isso parece indicar que não há a opção pelo tratamento gradativo. Se a decisão for a de agir, ficou mais provável que a alta dos juros básicos (Selic) será de meio ponto porcentual. Ainda assim, ficará de pé o inconveniente de ter de prolongar demais o tratamento, o que não deixaria de ser fator de desconforto para um governo empenhado em eleger seus candidatos.

Pode parecer estranho que elementos do jogo político sejam evocados na análise da definição do patamar dos juros básicos. É possível que nenhuma consideração política propriamente dita tenha sido feita nessa hora pelos membros do Copom. Mas, ainda que esse passo seja decidido

apenas por critérios técnicos, será inevitável levar em conta suas consequências políticas.

Até quem é contra o sistema de metas ou contra a maneira como tem sido aplicado no Brasil concorda em que a alta dos juros funciona. É como antigamente se dizia: o que arde cura. Dói, leva certo tempo para produzir efeitos (de seis a nove meses), mas contém a disparada dos preços. Em todo o caso, tanto a dor como a cura ficam para depois.

O crescimento econômico deste ano, projetado em alguma coisa em torno dos 6%, não será prejudicado. Mesmo se vier um aperto mais forte em abril, não há por que temer por certo impacto no emprego.

Provavelmente, no exterior, a manutenção dos juros será entendida como indicação de que um importante país emergente continuará a importar no ritmo em que importou até agora e, nessas condições, não deixará de contribuir para a retomada da atividade, numa economia mundial ainda convalescente.

No mais, nova alta dos juros não precisaria acontecer nem em abril se o governo Lula tivesse mantido a disciplina fiscal nos torniquetes de antes. Como soltou as despesas correntes (que crescem a 17% neste ano), sobrou para o Banco Central a tarefa ingrata de arrumar a casa. (Estadão 17 de março de 2010).

Copom: falcões desfalcados?

É muito provável que o mercado financeiro trabalhe com a hipótese de que o presidente do Banco Central, Henrique Meirelles, esteja no grupo de cinco membros do Copom que votou pela manutenção da Selic em 8,75%, e cuja visão prevaleceu ao fim da reunião de hoje. Da mesma forma, o mercado deve trabalhar com a ideia de que Mário Mesquita, o atual diretor de Política Econômica, esteja no grupo de três membros do Copom que preferia um aumento imediato de 0,50 da Selic, para 9,25%.

Uma possível interpretação para o resultado de hoje é a de que o Copom em momentos como esse simplesmente se sinta confortável em deixar as divergências entre falcões (membros mais sensíveis ao risco inflacionários) e pombos (membros mais sensíveis aos riscos para o crescimento) se expressarem em placares divididos, o que de certa forma pode “sinalizar” uma transição de uma instância de política monetária (manutenção da Selic) para outra, a de se iniciar um ciclo de aperto.

É claro, por outro lado, que é possível especular sobre motivações políticas de Meirelles por trás do resultado de ontem, já que é forte a possibilidade de que o presidente do BC deixe o cargo no final de março para retomar sua carreira política. Eu, pessoalmente, acho que, depois de mais de sete anos de atuação rigorosamente profissional, Meirelles merece um crédito de confiança na sua capacidade de saber separar as coisas.

De qualquer forma, uma questão a ser atentamente monitorada é a da permanência ou não do diretor Mário Mesquita no BC. A sua eventual substituição, dependendo de quem seria o novo diretor, pode reforçar os lado dos pombos. (Estadão 17 de março de 2010).

Projeção para a inflação está acima do centro da meta, destaca ata da reunião do Copom

Apesar de ter mantido o juro básico da economia brasileira em 8,75% na semana passada, o Comitê de Política Monetária (Copom) afirma na ata da reunião, divulgada nesta quinta-feira, 25, que a projeção oficial para o IPCA no cenário de referência "elevou-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de janeiro e se encontra sensivelmente acima do valor central de 4,50% para a meta fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN)".

No cenário de referência, o BC leva em conta a hipótese de manutenção do câmbio em R\$ 1,80 e da Selic em 8,75% em todo o horizonte da projeção. Com essas condições, a expectativa do BC para a inflação em 2011 "se elevou em relação ao valor considerado na reunião de janeiro, e se encontra acima do valor central da meta". Em janeiro, o cenário de referência previa para 2010 e 2011 inflação ao redor da meta de 4,50%. No cenário de mercado, que leva em conta as previsões para o câmbio e juros feitas por analistas, a projeção de inflação para 2010 "se elevou, e também se encontra sensivelmente acima do valor central da meta para a inflação". Para 2011, a expectativa "se elevou, no entanto se posiciona ao redor do valor central da meta".

Inflação 'sofreu deterioração nos últimos meses'

O Copom admitiu na ata que o cenário prospectivo para a inflação "sofreu certa deterioração nos últimos meses". No parágrafo 20 do documento, os diretores da instituição defendem que "a avaliação de decisões alternativas de política monetária deve se concentrar, necessariamente, na análise do cenário prospectivo para a inflação e nos riscos a ele associados, que a rigor sofreu certa deterioração nos últimos meses".

A opção pelo cenário futuro acontece em detrimento da inflação corrente, dizem os diretores. "O Comitê reafirma que movimentos específicos de preços de ativos só são relevantes para a política monetária na medida em que tenham algum impacto sobre a trajetória prospectiva para a inflação", reforça o documento.

'Desvios serão prontamente corrigidos'

A ata reafirma que o colegiado continua trabalhando para o cumprimento da meta de inflação e defende que "eventuais desvios em relação à trajetória de metas sejam prontamente corrigidos". No trecho 23 do documento, os diretores do Comitê afirmam que "a estratégia adotada pelo Copom visa assegurar que a convergência da inflação para a trajetória de metas observada em 2009 siga sendo registrada em 2010 e 2011". Dessa forma, o grupo mostra que não pode ser descartado o cenário para o ano corrente.

A atuação do BC, explica o documento, leva em conta as defasagens do mecanismo de transmissão de mudanças do juro sobre a economia e "é a mais indicada para lidar com a incerteza inerente ao processo de formulação e de implementação da política monetária". (Estadão 25 de março de 2010).

Realizada em 31 de agosto de 2011, na gestão de Alexandre Antônio Tombini, com decisão pela redução de 0,50% na taxa Selic (patamar de 12,00%). Choque expansionista:

11.1 Detalhamento de comunicação por parte do Banco Central

Sobre inflação, IPCA e núcleos de IPCA acima da meta.

A inflação medida pela variação mensal do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) situou-se em 0,16% em julho, após 0,15% em junho. Assim, a inflação acumulada em doze meses até julho alcançou 6,87% (6,71% em junho), 2,27 pontos percentuais (p.p.) acima da observada em igual período de 2010.

As medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central, de modo geral, apresentaram evolução similar à da inflação plena: enquanto houve alta na variação acumulada em doze meses, a média das variações mensais recuou entre maio e julho. (Ata 161 Banco Central do Brasil)

Projeções de inflação se elevam para 2011 estando acima do centro da meta, para 2012 e início de 2013 existe recuo para ao redor da meta.

É acrescentado na ata o parágrafo 18 par a incorporar impactos do cenário internacional na inflação:

18. Um cenário alternativo, construído e analisado sob a perspectiva de um modelo de equilíbrio geral dinâmico estocástico de médio porte, admite que a atual deterioração do cenário internacional cause um impacto sobre a economia brasileira equivalente a um quarto do impacto observado durante a crise internacional de 2008/2009. Além disso, supõe que a atual deterioração do cenário internacional seja mais persistente do que a verificada em 2008/2009, porém, menos aguda, sem observância de eventos extremos. Nesse cenário alternativo, a atividade econômica doméstica desacelera e, apesar de ocorrer depreciação da taxa de câmbio e de haver redução da taxa básica de juros, entre outros, a taxa de inflação se posiciona em patamar inferior ao que seria observado caso não fosse considerado o supracitado efeito da crise internacional. (Ata 161 Banco Central do Brasil)

Atividade fraca:

Considerando os dados ajustados sazonalmente, o IBC-Br apresentou recuo de 0,3% em junho, após registrar estabilidade em maio e avanço de 0,4% em abril. Dessa forma, a taxa de crescimento no segundo

trimestre, em relação ao trimestre anterior, foi de 0,7%, depois de variação de 1,1% no primeiro trimestre. Persiste a tendência de moderação da taxa de crescimento do indicador no acumulado em doze meses, que passou de 5,3% em maio para 4,9% em junho. (Ata 161 Banco Central do Brasil)

BC modifica todo o parágrafo 11 sobre externo, colocando maior viés de incerteza e pontuando probabilidade de desaceleração das economias.

11. A economia global enfrenta período de elevada incerteza, com deterioração nas perspectivas de curto e de médio prazo dos países avançados e certa moderação da atividade nos países emergentes. Os riscos para a estabilidade financeira global se ampliaram, entre outros, pela possível exposição de bancos internacionais a dívidas soberanas, principalmente na Zona do Euro. As incertezas foram amplificadas, desde a última reunião do Copom, em parte devido à revisão da classificação de risco da dívida soberana dos Estados Unidos. Ressalte-se que os níveis de aversão ao risco – por exemplo, os mensurados pelas volatilidades implícitas e spreads em mercados de ações, títulos e moedas –, já superam os atingidos em meados de 2010. Em outra perspectiva, taxas de desemprego elevadas por longo período, aliadas à necessidade de ajustes fiscais, bem como limitado espaço para ações de política monetária, têm contribuído para revisões nas projeções de crescimento dos países avançados, ou mesmo de seu crescimento potencial, indicando ciclo econômico mais amplo e volátil. De fato, o indicador antecedente composto divulgado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), referente a junho, apontou sinais fortes de inflexão nas principais economias, com perspectivas de menor crescimento nos próximos meses. Os indicadores desagregados do Purchasing Managers Index (PMI) de julho e agosto, referentes à atividade na indústria e no setor de serviços, são consistentes com esse cenário, pois sugerem estagnação nos Estados Unidos (EUA), China, França e Alemanha, e contração no restante da Zona do Euro. No que se refere à política monetária, as economias maduras continuaram com posturas acomodatórias. Sobre inflação, os núcleos persistem em níveis moderados no G3 (EUA, Zona do Euro e Japão), com Zona do Euro apresentando aumento dos núcleos em julho, relativamente ao mesmo período do ano anterior, e redução em relação a junho de 2011. Apesar de pressões inflacionárias ainda disseminadas nos países emergentes, houve descontinuidade dos ciclos de aperto monetário. (Ata 161 Banco Central do Brasil)

Parágrafos novos sobre o cenário externo:

22. Reavaliando o cenário internacional, o Copom considera que houve substancial deterioração desde sua última reunião, consubstanciada, por

exemplo, em reduções generalizadas e de grande magnitude nas projeções de crescimento para os principais blocos econômicos. O Comitê entende que aumentaram as chances de que restrições às quais hoje estão expostas diversas economias maduras se prolonguem por um período de tempo maior do que o antecipado. Nota ainda que, nessas economias, parece limitado o espaço para utilização de política monetária e prevalece um cenário de restrição fiscal. Dessa forma, o Comitê avalia que o cenário internacional manifesta viés desinflacionário no horizonte relevante.

23. Para o Copom, a transmissão dos desenvolvimentos externos para a economia brasileira pode se materializar por intermédio de diversos canais, entre outros, redução da corrente de comércio, moderação do fluxo de investimentos, condições de crédito mais restritivas e piora no sentimento de consumidores e empresários. O Comitê entende que a complexidade que cerca o ambiente internacional contribuirá para intensificar e acelerar o processo em curso de moderação da atividade doméstica, que já se manifesta, por exemplo, no recuo das projeções para o crescimento da economia brasileira. Dito de outra forma, o processo de moderação em que se encontra a economia – uma decorrência das ações de política implementadas desde o final do ano passado – tende a ser potencializado pela fragilidade da economia global. Dessa forma, o balanço de riscos para a inflação se torna mais favorável. (Ata 161 Banco Central do Brasil)

BC altera sua visão sobre inflação no parágrafo 25. Antes era escrito:

25. O Copom prevê dois momentos distintos para a trajetória de inflação, segundo o cenário central para 2011. Neste trimestre, a inflação acumulada em doze meses tende a permanecer em patamares superiores àquele observado no segundo trimestre. Isso, em grande parte, explica-se pela elevada inércia trazida de 2010, pela duração de choques que atingiram a economia no final do ano passado, que se estenderam para o primeiro trimestre deste ano, que se refletem no fato de as projeções de inflação para o bimestre julho/agosto de 2011 apontarem taxas médias mensais superiores às registradas no mesmo período de 2010. (Ata 160 Banco Central do Brasil)

Agora:

O Copom prevê que neste trimestre se encerra o ciclo de elevação da inflação acumulada em doze meses. (Ata 161 Banco Central do Brasil)

Acrescenta frase sobre fiscal no parágrafo 27:

A esse respeito, na avaliação do Comitê, a recente revisão do cenário para a política fiscal torna o balanço de riscos para a inflação mais favorável. (Ata 161 Banco Central do Brasil)

Fala resumo da decisão:

30. O Copom, de forma unânime, reconhece que o ambiente macroeconômico se alterou substancialmente desde sua última reunião, de modo a justificar uma reavaliação, e, eventualmente, reversão, do recente processo de elevação da taxa básica. Entretanto, dois membros do Comitê avaliam que o momento atual ainda não oferece todas as condições necessárias a que esse movimento tenha início imediatamente. (Ata 161 Banco Central do Brasil)

33. O Copom entende que, ao tempestivamente mitigar os efeitos vindos de um ambiente global mais restritivo, ajustes moderados no nível da taxa básica são consistentes com o cenário de convergência da inflação para a meta em 2012. (Ata 161 Banco Central do Brasil)

11.2 Opiniões imprensa

Opiniões circulada em jornais da época em momento anterior a reunião:

Medida não garante por si só o início do ciclo de corte da Selic
A economia adicional de R\$ 10 bilhões anunciada ontem pelo ministro da Fazenda, Guido Mantega, não irá alterar a programação já definida pelo Banco Central para a condução da política monetária este ano. Embora o mercado de juros futuros tenha ampliado as apostas numa redução de 0,25 ponto porcentual da Selic, na reunião do Copom desta semana, o aperto fiscal extra não garante, sozinho, o início imediato de um ciclo de corte da taxa básica de juros. (Estadão 30 de agosto de 2011).

Economistas descartam corte imediato da taxa de juros
Foi uma boa tentativa, mas a elevação da meta de resultado das contas públicas em R\$ 10 bilhões não será suficiente para convencer o Banco Central (BC) a cortar a taxa de juros na reunião que começa hoje e termina amanhã do Comitê de Política Monetária (Copom). Essa é a avaliação dos economistas José Francisco de Lima Gonçalves, do Banco Fator, e Fernando Montero, da Corretora Convenção. Segundo ambos, ainda há dúvidas sobre o comportamento dos preços. É uma visão distinta dos operadores de mercado, que não descartam um corte na taxa Selic hoje. "A inflação brasileira tem componentes, como serviços e mercado de trabalho, que não vão despencar por causa da recessão nos Estados Unidos e na Europa", disse Gonçalves. O reajuste de 10% dos metalúrgicos do ABC é um exemplo de pressão inflacionária, comentou Montero. Salários em alta alimentam o

consumo e impedem a queda nos preços, sobretudo em serviços, que não têm concorrência com importados.

Essa avaliação não conta com o apoio dos sindicalistas que, aliás, reclamaram dela na reunião com a presidente Dilma Rousseff. "O Banco Central tem de parar com essa tese que salário é inflacionário", disse o presidente da Força Sindical, deputado Paulo Pereira da Silva (PDT-SP), o Paulinho. (Estadão 30 de agosto de 2011).

Não vai ser de um dia para o outro que um pouco mais de aperto nas finanças públicas permitirá a derrubada dos juros básicos (Selic) no Brasil. O Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central tem reunião agendada para esta quarta-feira para calibrar os juros.

É verdade que o ministro da Fazenda, Guido Mantega, justificou o reforço no superávit primário (sobra de arrecadação para pagamento da dívida pública) deste ano como manobra necessária "para abrir espaço para a queda dos juros". Mas essa simples declaração não libera automaticamente a pista de pouso para a ação do Banco Central.

Talvez seja preciso uma explicação sumária para quem não sabe como essas coisas funcionam. Não são apenas excessivas emissões de moeda que provocam inflação. Pode ser provocada também por expansão das despesas do governo, ainda que coberta com emissão de títulos. É que o simples aumento da dívida para cobrir contas públicas cria renda e consumo e estes, por sua vez, puxam pela inflação se a oferta de bens e serviços não acompanha – como vem acontecendo.

O inverso também é verdadeiro. O combate à inflação pode ser feito tanto pela retirada de moeda da economia (alta dos juros) como pela redução ou estancamento das despesas públicas (política fiscal mais apertada). Se o governo gasta muito ou fornece créditos demais por meio dos bancos oficiais, sobrecarrega a política de juros. Assim, na medida em que for reforçada a área fiscal de modo consistente, o Banco Central pode iniciar o processo de redução dos juros porque, ao menos em parte, o Tesouro terá feito seu papel.

Por motivos cuja exposição não cabe hoje neste espaço, o momento é especialmente favorável para a derrubada dos juros – que, no Brasil, assumem proporções assustadoras. A economia mundial está em crise, há encalhes de mercadoria nos países ricos e, por toda parte, os juros básicos (os que os bancos centrais pagam pelas reservas dos bancos) oscilam perto de zero por cento ao ano. Não é uma situação sujeita a rápidas mudanças, como há poucos meses alertavam alguns economistas.

O Federal Reserve (Fed, o banco central dos Estados Unidos), por exemplo, anunciou dia 9 que seus juros básicos (Fed funds) ficarão nesse patamar "pelo menos até meados de 2013". Desse modo, está praticamente descartado nos próximos dois anos um impacto importante da inflação externa sobre os preços da economia brasileira. Ou seja, o Banco Central do Brasil tem um prazo suficientemente longo e uma oportunidade única para baixar os juros – que teimam em estar entre os mais altos do mundo –, desde que o governo federal faça a sua parte por meio da política fiscal e não siga sobrecarregando a política monetária.

Isso posto, convém examinar o que deve acontecer nesta quarta na reunião do Copom. Muito provavelmente, a decisão será manter os juros, hoje nos 12,50% ao ano, até dia 19 de outubro, data do encontro seguinte, para só aí começar a derrubada, caso as condições continuem favoráveis.

O Banco Central deve dar, ainda nesta quarta-feira, algum sinal de que os passos seguintes serão de afrouxamento da política de juros. E bastará isso para que os juros futuros praticados no mercado financeiro também caiam; processo, aliás, já iniciado. (Estadão 30 de agosto de 2011).

BC sob pressão política

Sob forte pressão para baixar os juros, o Comitê de Política Monetária (Copom) anunciará no começo da noite se já está preparado para afrouxar a política anti-inflacionária e, se a resposta for positiva, se continua empenhado em conduzir a inflação à meta de 4,5% até o fim de 2012. Os preços voltaram a subir, depois de um recuo no meio do ano. Além disso, o aumento acumulado em 12 meses continua bem acima da meta oficial e fora da margem de tolerância. Esse é o aspecto técnico do problema. Se os juros caírem antes da hora, a correção do erro poderá ser muito custosa. Mas há também um aspecto político. Diante das evidentes pressões do Executivo, são inevitáveis as dúvidas sobre quem manda no Banco Central (BC): resta algo, afinal, da autonomia de fato exercida até 2010? (Estadão 31 de agosto de 2011).

Opiniões circulada em jornais da época em momento posterior a reunião:

'Decisão ousada coloca em jogo a credibilidade do Banco Central'

O ex-presidente do Banco Central Carlos Langoni classificou de "ousada" decisão do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central. Para ele, o que está em jogo agora é a credibilidade do BC.

O sr. achou do Copom?

Acho uma decisão ousada porque, na realidade, os dados de inflação, principalmente as expectativas, apontam para uma inflação acima da meta. O mercado de trabalho continua aquecido, a pleno emprego, com massa salarial crescendo na base de 6%. Mesmo com a desaceleração da indústria, as pressões de demanda ainda estão aí. Mais prudente seria manter os juros pelo menos até outubro.

Qual então é a justificativa?

A única justificativa técnica que vejo para essa decisão é que o Banco Central está apostando que a política fiscal vai continuar apertada, não só este ano, mas também no ano que vem. É uma proposta arriscada. O governo acaba de encaminhar a proposta orçamentária para o ano que vem e, como todo mundo antecipava, há um impacto enorme nos gastos correntes, principalmente em gastos com pessoal e Previdência, em função do mega reajuste do salário mínimo já estava contratado.

O superávit pesou?

Sem dúvida. É a única justificativa técnica. Imagino que o BC continua com sua autonomia preservada, o que é essencial para as expectativas inflacionárias. O BC vai ter que explicar muito bem, na ata, a fundamentação técnica da decisão. Que não é simplesmente resultado de pressões políticas. A função de um BC independente e autônomo é tomar decisões que não sejam necessariamente aquelas que pressões políticas desejam. Foi a grande conquista do Brasil a partir do Armínio Fraga.

O BC cedeu à pressão?

Espero que não. O Brasil tem uma experiência tão bem-sucedida na construção de uma independência conquistada pelo BC, com saldo extremamente positivo. Foi a principal âncora para enfrentar a crise de 2008. O que está em jogo agora é a credibilidade do BC. Fica a expectativa de elementos que o BC disponha, que ainda não aparecem nos dados oficiais, para justificar a decisão. (Estadão 01 de setembro de 2011).

Para Loyola, credibilidade do Banco Central 'está em xeque'

O ex-presidente do Banco Central (BC) Gustavo Loyola afirmou nesta quinta-feira, 1º, que a decisão do Comitê de Política Monetária (Copom) de ontem de reduzir o juro básico da economia de 12,50% ao ano para 12% ao ano foi "equivocada" e mostrou certa imprudência do colegiado do BC. "A grande dúvida hoje é saber se o Banco Central tem autonomia na política monetária", comentou, referindo-se a eventual capitulação do Copom a pressões políticas vindas do Palácio do Planalto e do Ministério da Fazenda para que fosse iniciado imediatamente um ciclo de redução da taxa Selic. "A credibilidade do BC está em xeque", afirmou.

Para Loyola, o sistema de metas de inflação puro, que persegue um objetivo central, aparentemente está abalado. "Ninguém sabe mais qual é a meta de inflação, se é 4,5% ou mais", afirmou. "Ela existe apenas no papel."

Segundo ele, a Tendências Consultoria Integrada, da qual é sócio, prevê que o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) chegará a 6,6% este ano e a 5,4% em 2012, mas com a redução inesperada dos juros ele acredita que certamente a taxa subirá. "A inflação pode agora chegar a 6% em 2012", disse.

Para Loyola, o presidente do BC, Alexandre Tombini, seguramente tem uma visão privilegiada sobre o cenário de crise internacional, até porque participou do encontro de presidentes de BCs realizado na semana passada em Jackson Hole, EUA. Contudo, ele ponderou que seria mais adequado que a autoridade monetária brasileira tivesse utilizado mecanismos de comunicação para informar aos agentes econômicos que uma recessão mundial é inevitável no curto prazo e isso gerará efeitos desinflacionários em nível global, que seriam incorporados no Brasil em breve.

"O BC não convenceu. Não há evidências de que o mundo vai entrar em recessão tão rapidamente. Além disso, a inflação está acima da meta e as expectativas para o próximo ano apontam que ela também está distante dos 4,5%", afirmou Loyola.

De acordo com a pesquisa Focus, a mediana das previsões para o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em 2012 estava em 5,3% há um mês e agora está em 5,2%. Segundo Loyola, seria mais oportuno que o BC mantivesse os juros estáveis na reunião encerrada ontem e preparasse o mercado nas próximas seis semanas para eventualmente reduzir a Selic com maior segurança em outubro.

"A decisão do BC foi precipitada. Muita gente poderá, a partir de agora, ficar com a avaliação segundo a qual fatores não objetivos e técnicos, ou forças ocultas, influenciaram a queda dos juros", afirmou. (Estadão 01 de setembro de 2011).

BC terá problemas com expectativas da inflação, diz Schwartzman

O ex-diretor do Banco Central Alexandre Schwartzman afirmou nesta quinta-feira, 1º, que a decisão tomada ontem pelo Comitê de Política Monetária (Copom) de reduzir os juros em 0,5 ponto porcentual foi "errada" e deve fazer com que a curva de juros futuros fique "empinada" nos próximos dias. "A credibilidade foi arranhada", comentou. "O BC terá problemas para coordenar expectativas de inflação de agora em diante", disse, destacando o curto prazo. "Só rezando, entrega para Deus", afirmou.

Nesta quinta, o ex-presidente do Banco Central, Carlos Langoni, classificou de "ousada" decisão do Copom do Banco Central. Outro ex-presidente da instituição, Gustavo Loyola disse que decisão foi "equivocada" e mostrou certa imprudência do colegiado do BC. Os dois economistas compartilham a opinião de Schwartzman, de que, agora, a credibilidade do BC está em jogo.

"Há risco de o IPCA superar o teto de 6,5% neste ano", afirmou. Segundo Schwartzman, certamente as projeções de agentes econômicos para o índice de inflação devem subir nos próximos dias. Antes da reunião do BC encerrada ontem, ele calculava que o IPCA subiria 5,3% em 2012, com a taxa de juros entre 12,50% e 12,75% até o fim do próximo ano. Mas agora, com este "impulso monetário" que poderá ficar abaixo de dois pontos porcentuais, ele estima que o índice deve ficar entre 5,5% e 6% no ano que vem.

Segundo Schwartzman, a queda dos juros adotada pelo BC baseia-se num cenário de "colapso" externo, com uma recessão mundial tão forte ou maior do que a registrada em 2008. Na avaliação dele, não há evidências objetivas de dados econômicos que indiquem que a economia global vai entrar num período de retração tão vigoroso no curto prazo. Ele fez uma alusão de que o Banco Central está atuando como um apostador de cassino que aposta no número preto, quando há duas opções, aquela e o número vermelho. "Se der preto, tudo bem. Mas, se der vermelho, a coisa vai ficar feia", disse.

Para o ex-diretor do Banco Central, está cada vez mais claro que o BC "quer mais manter crescimento do que a inflação na meta." Segundo ele, não significa que o sistema de metas foi abandonado, mas há uma percepção clara de que a autoridade monetária está muito atenta ao desempenho do nível de atividade. Autoridades do Ministério da Fazenda, como o ministro Guido Mantega e o secretário de Política Econômica, Márcio Holland, defendem o controle da inflação na meta,

mas sempre destacam que o crescimento deste ano até 2014 tem plenas condições de atingir um patamar médio de pelo menos 4%.

Schwartsman mostrou-se curioso para ver os detalhes do cenário de referência para o IPCA em 2012 no próximo relatório de inflação, que deve ser publicado até o dia 30 de setembro. No documento anterior, publicado em junho, o BC projetava taxa de 4,8% para o quarto trimestre do próximo ano, com juros a 12,25% ao ano.

Na avaliação de Schwartsman, um outro fator de destaque foi que o BC "comprou", antes de ver, o aperto fiscal mais forte anunciado pelo Poder Executivo. "Foi anunciada uma economia de R\$ 10 bilhões adicionais para este ano, mas somente de receitas extraordinárias o governo arrecadou R\$ 14 bilhões. Que ajuste é este?", questionou. Segundo ele, não há sinais claros de como as autoridades federais vão encontrar saídas para enfrentar desafios fiscais para 2012, como a alta do salário mínimo para R\$ 619,21, que deve provocar um impacto nas contas do Tesouro de R\$ 21,5 bilhões. (Estadão 01 de setembro de 2011).

Meta da inflação foi abandonada, diz consultoria de ex-BC

Em informe enviado a clientes nesta quinta-feira, 1º, a consultoria A.C.Pastore & Associados, dirigida pelo ex-presidente do BC Affonso Celso Pastore, decreta: "A meta de inflação foi abandonada, e o novo objetivo da política monetária é estimular o crescimento do PIB." O texto tem o título autoexplicativo "Metas de inflação: Recquiescat in Pacem", que numa tradução livre do latim significa "Descanse em Paz." Segundo o informe, há algum tempo vem sendo discutido qual seria o grau de independência do BC. O texto destaca que, embora não exista autonomia legal, dado que seus diretores não têm mandato com prazos fixos - são "demissíveis ad nutum" -, desde a criação do regime de metas de inflação o Banco Central foi de fato independente. "Com a decisão de ontem, o Banco Central mostrou um grau de docilidade surpreendente", destaca o comunicado da consultoria. "O mundo não vai acabar. Mas a inflação no Brasil será persistentemente mais elevada", diz o texto. (Estadão 01 de setembro de 2011).

APÊNDICE 12 - REUNIÃO 166

Realizada em 18 de abril de 2012, na gestão de Alexandre Antônio Tombini, com decisão pela redução de 0,75% na taxa Selic (patamar de 9,00%). Choque expansionista:

12.1 Detalhamento de comunicação por parte do Banco Central

Inflação IPCA cheio desacelerando de 5,85% em fevereiro para 5,24%. Serviços seguem altos com 7,75%. Inflação subjacente também desacelera na margem:

As medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central têm apresentado evolução similar à da inflação plena. A média das variações

mensais passou de 0,52% em janeiro para 0,46% em fevereiro e 0,25% em março. Por sua vez, no acumulado em doze meses, a variação média das cinco medidas de núcleo se deslocou de 6,41% em janeiro para 6,10% em fevereiro e 5,69% em março, sexto recuo consecutivo. (Ata 166 Banco Central do Brasil)

Projeções de inflação para 2012 se elevam mas mantem-se em torno da meta, 2013 estável acima do centro da meta.

Sobre atividade:

Considerando os dados ajustados sazonalmente, o IBC-Br recuou 0,2% em fevereiro, mesma variação observada em janeiro, ante incremento de 0,4% em dezembro. Dessa forma, o indicador registrou crescimento de 0,9% no trimestre dezembro/fevereiro, em relação ao período setembro/novembro de 2011. (Ata 166 Banco Central do Brasil)

Parágrafo novo sobre crédito:

5. Os Indicadores de Condições de Crédito, construídos pelo Banco Central com base em consulta trimestral realizada com instituições representativas de cada segmento do mercado de crédito evidenciam, em geral, condições mais flexíveis no segundo trimestre de 2012 em comparação ao primeiro. Especificamente sobre crédito às grandes empresas, a análise sugere cenário ainda restritivo (no que se refere à aprovação de crédito), mas em intensidade menor. Para micro, pequenas e médias empresas, os indicadores indicam aumento na aprovação de crédito no segundo trimestre em relação ao anterior, com demanda moderadamente mais forte e oferta ainda moderadamente restritiva, mas em intensidade menor. Em relação ao crédito voltado ao consumo, a expectativa para o segundo trimestre indica redução no percentual de aprovação de crédito, ante o verificado no trimestre anterior. Para o crédito habitacional, apesar de oferta em níveis similares aos observados de janeiro a março de 2012, a expectativa de expansão da demanda tende a confirmar cenário com elevação do percentual de aprovação. (Ata 166 Banco Central do Brasil)

Fala sobre perspectiva de baixo crescimento em parágrafo 12 sobre externo.

12. A economia mundial continua a enfrentar período de incerteza acima da usual, apesar de certa estabilidade no nível de aversão ao risco, e com perspectivas de baixo crescimento. Desde a última reunião do Copom, consolidou-se percepção mais positiva em relação à atividade nos Estados Unidos (EUA) e no Japão, mas persistem riscos como os associados ao preço do petróleo e ao cenário de contenção fiscal. O

provimento ilimitado de liquidez pelo Banco Central Europeu (BCE) reduziu a probabilidade de ocorrência de eventos extremos, mas persistem riscos elevados para a estabilidade financeira global, entre outros, devido à exposição de bancos internacionais às dívidas soberanas de países com desequilíbrios fiscais. Taxas de desemprego elevadas por longo período, aliadas a necessidades de ajustes fiscais, ao limitado espaço para ações de política anticíclicas e à incerteza política, têm contribuído para projeções de baixo crescimento em economias maduras, embora com heterogeneidade entre países. De fato, tanto o indicador antecedente composto divulgado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), referente a fevereiro, como os indicadores desagregados do Purchasing Managers Index (PMI) referentes a março apontam atividade frágil na Zona do Euro. Ao mesmo tempo, a atividade na China desacelerou no primeiro trimestre, e registrou a menor taxa de crescimento desde o primeiro trimestre de 2009. No que se refere à política monetária, as economias avançadas persistem com posturas fortemente acomodáticas e, em alguns casos, com iniciativas não convencionais de política. Mesmo assim, os núcleos de inflação continuaram em níveis moderados tanto nos EUA como na Zona do Euro e no Japão, haja vista as perspectivas relativamente moderadas para o nível de atividade. Nas economias emergentes, de modo geral, o viés da política monetária se apresenta expansionista. (Ata 166 Banco Central do Brasil)

Frase nova em parágrafo 25:

Adicionalmente, o Comitê entende que essa melhora no sentimento tende a ser potencializada pelo processo, ora em curso, de moderação na dinâmica dos preços ao produtor e no mercado atacadista. (Ata 166 Banco Central do Brasil)

25. O Copom reafirma sua visão de que a inflação acumulada em doze meses, que começou a recuar no último trimestre de ano passado, tende a seguir em declínio e, assim, a se deslocar na direção da trajetória de metas. O Comitê avalia que a inversão na tendência da inflação contribuirá para melhorar as expectativas dos agentes econômicos, em especial dos formadores de preços, sobre a dinâmica da inflação nos próximos trimestres. Adicionalmente, o Comitê entende que essa melhora no sentimento tende a ser potencializada pelo processo, ora em curso, de moderação na dinâmica dos preços ao produtor e no mercado atacadista. (Ata 166 Banco Central do Brasil)

Novo parágrafo 30:

30. Em suma, o Copom considera que, neste momento, permanecem limitados os riscos para a trajetória da inflação. O Comitê nota ainda que, até agora, dada a fragilidade da economia global, a contribuição do

setor externo tem sido desinflacionária. (Ata 166 Banco Central do Brasil)

12.2 Opiniões Imprensa

Opiniões circulada em jornais da época em momento anterior a reunião:

Falta convencer

Embora o Banco Central tenha repisado que a inflação deste ano convergir para o centro da meta (4,5%), o mercado insiste em trabalhar com níveis mais altos, superiores a 5,0% - mesmo depois de conhecida a inflação bem mais baixa de março (de apenas 0,21%, segundo o próprio Banco Central apurou com a Pesquisa Focus).

É um pouco cedo para afirmar categoricamente que o Banco Central perdeu credibilidade porque, a rigor, ainda não há instituição mais confiável na execução dessa tarefa. Mas é inegável que a atuação do Banco Central e, mais do que isso, a falta de justificativas coerentes para ela criaram um ambiente mais carregado de incertezas.

As explicações para as decisões de política monetária mudam a cada ata do Copom. A queda dos juros começou em agosto sob o argumento de que se renunciava catástrofe financeira de vastas proporções - que não veio. Depois, que a alta anterior dos preços das commodities havia cedido e que, assim, não pressionaria a inflação interna. Em seguida, que a atividade econômica estava em desaceleração, o que sugeria que o Banco Central olhava também para a criação de empregos - embora a economia registrasse nesse quesito o melhor desempenho da história.

No início deste ano, o Banco Central anunciou o que pareceu meta de juros: a determinação de alcançar a Selic de um dígito (abaixo de 10%). E a todo momento indica que o controle da inflação também passou a ser obtido por meio da imposição de providências macroprudenciais, cujo objetivo é regular o crédito ou o câmbio, e não enquadrar a inflação.

Alguns observadores têm contra-argumentado, em defesa do Banco Central, que até instituições mais ortodoxas encarregadas da estratégia e da execução da política monetária, como o Federal Reserve (Fed, o banco central dos Estados Unidos), o Banco Central Europeu (BCE), o Banco Nacional da Suíça (banco central) e o Banco do Japão (BoJ) fazem experimentos monetários. E que não faria sentido o Banco Central do Brasil ser exceção.

Esta é mesmo uma crise global diferente e exige respostas diferentes, como as dos grandes bancos centrais, no limite da responsabilidade (ou da irresponsabilidade). E não haveria, em princípio, contraindicação para que, nessas circunstâncias, o Banco Central do Brasil também buscasse outros caminhos para as Índias.

A diferença é que lá fora os novos vieses de política monetária vêm com justificativas e avisos claros dos objetivos pretendidos. Por aqui, não. A política mudou e o Banco Central procura outros efeitos. Mas mantém

o discurso de que as intervenções no câmbio só buscam evitar a volatilidade das cotações, não a desvalorização do real; e que a política monetária opera apenas para enfiar a inflação para dentro da meta, não para alcançar juros de um dígito ou incentivar a atividade produtiva e o emprego.

O resultado é a criação de um cenário em que não fica clara a estratégia. É natural que essa falta de explicações prejudique uma missão importante do Banco Central num regime de metas de inflação: a da condução das expectativas. (Estadão 15 de abril de 2012)

O ex-ministro da Fazenda Delfim Netto, afirmou que o Copom deve cortar os juros em 0,75 ponto porcentual e parar por um tempo o movimento de redução da Selic iniciado pelo BC em 31 de agosto. "O BC deve fazer uma parada para avaliar a conjuntura", destacou.

Segundo Delfim, contudo, a questão que envolve a remuneração da caderneta de poupança é um dos principais "empecilhos" para que o BC continue a trajetória da redução da Selic para baixo de 9%. De acordo com ele, há fundos de investimentos que deixam de ser interessantes para clientes, com taxa de administração de 1,5%, em relação ao atual patamar de juros da economia.

Ele destacou que o calendário eleitoral não deveria ser uma dificuldade para o governo tentar convencer a sociedade de que a nova poupança, com uma remuneração mais flexível, seria melhor, inclusive para a redução dos juros das operações financeiras.

Spread

O ex-ministro afirmou que os comentários do presidente da Febraban, Murilo Portugal, de que a "bola estava com o governo" sobre as negociações para a redução do spread bancário não foi positiva. "Aquilo foi uma infelicidade verbal que acabou gerando uma grande batalha num copo de água", disse.

Para Delfim, a queda dos spreads pelos bancos é importante para estimular a economia. "A decisão de reduzir os spreads é dos bancos", destacou. Perguntado se as margens de lucro de 33% dos bancos é um patamar bom, ele respondeu: "Se eu fosse banqueiro diria que sim, mas se fosse um consumidor certamente falaria que não", disse.

Câmbio

Delfim Netto, afirmou que o governo está correto em diminuir a valorização do real ante o dólar. "Não sei se cotação do câmbio a R\$ 1,90 é bom, mas é seguramente melhor do que R\$ 1,50", disse.

Segundo Delfim, o governo está certo nas políticas de fomento à indústria e de combate de valorização do câmbio. "Ele está no caminho certo, com o Programa Brasil Maior", disse. (Ricardo Leopoldo)

PIB

O ex-ministro da Fazenda Delfim Netto afirmou que o PIB deve crescer 3,6% ou 3,7% neste ano. Ele acredita que o nível de atividade deve pegar tração nos próximos meses a ponto de levar o produto interno bruto para um patamar de expansão de 4% no quarto trimestre ante o mesmo período de 2011. "Mas o PIB será aquilo que construirmos, a questão está aberta", disse.

Delfim destacou que o PIB do País subiu 2,7% em 2011 sobretudo porque a indústria ficou estagnada e apresentou um incremento de apenas 0,1%. "Se a indústria tivesse crescido entre 3% e 3,5%, como foi registrado nos últimos anos, o produto interno bruto teria crescido 3,8% no ano passado", destacou. Ele fez os comentários antes de participar de um seminário promovido pelo Sebrae em São Paulo, que terá a participação do prêmio Nobel de Economia, Paul Krugman. (Estadão 18 de abril de 2012)

Opiniões circulada em jornais da época em momento posterior a reunião:

Copom baixa juros em meio a esforços do governo para diminuir custo de crédito

O Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central (BC) reduziu nesta quarta-feira a taxa básica de juros, a Selic, em 0,75 ponto percentual, levando-a de 9,75% a 9% ao ano, de acordo com as expectativas do mercado.

A redução, que já havia sido sinalizada pelo Comitê em sua reunião anterior, chega em meio a esforços do governo para diminuir o custo do crédito no país.

A menor taxa histórica da Selic foi de 8,75% ao ano, de julho de 2009 até o final de abril de 2010, quando foi elevada para 9,5% ao ano.

Além da expansão do crédito a taxas menores, como, por exemplo, no financiamento de automóveis, as manobras do Banco Central têm como objetivo controlar a inflação, cuja meta é de 4,5% para 2012. A meta é medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

Entre as atribuições do BC estão os esforços para que a inflação anual fique dentro da meta, dispondo para isso das oscilações na Selic e de outros instrumentos.

O Copom diminui a Selic quando julga que a inflação está sob controle e deseja estimular a atividade econômica.

Quando o Comitê avalia que a economia está muito aquecida, com alta dos preços, a taxa é elevada para incentivar a poupança, desestimular o consumo e manter sob controle a inflação

Inflação

Para Juan Jensen, economista e sócio da Tendências Consultoria, a redução é equivocada e contradiz esta lógica. "Essas reduções de juros não deveriam estar ocorrendo, já que as projeções de inflação para 2012 e 2013 estão fora do centro da meta. São medidas incongruentes com o objetivo de manter a inflação sob controle", diz.

Estimativas do relatório Focus apontam que o IPCA fechará o ano em 5,08%, ante 5,06% no relatório da semana passada.

Para o IPCA em 12 meses, as projeções também subiram, para uma alta de 5,47%, ante 5,44% na semana passada. Já as estimativas para 2013 foram mantidas em 5,50%.

A previsão do BC, que consta no Relatório Trimestral de Inflação divulgado no final de março, é de que o IPCA ficará em 4,4% neste ano,

pelo cenário de referência - com juros constantes em 9,75% e dólar a R\$ 1,75. Para o próximo ano, o BC estima inflação de 5,2%.

Na avaliação da Federação Brasileira de Bancos (Febraban), os índices do IPCA apontam para um cenário melhor para os preços em 2012, e provavelmente, no próximo ano.

Há ainda expectativa de recuperação "mais modesta para a economia ou que pelo menos o pico desta retomada deve se deslocar para algum ponto em 2013".

Além disso, na visão da Febraban, voltaram a crescer as preocupações com a crise econômica internacional.

"A piora na percepção de risco de países importantes como a Espanha significa que a probabilidade de que venham pressões desinflacionárias (e de baixo crescimento) do cenário externo voltou a se elevar de forma importante nas últimas semanas. Por conta desses fatores, a chance de a Selic voltar a cair antes do final do ano parece ter aumentado bastante."

Custo do crédito

As medidas do BC chegam na mesma semana em que Itaú Unibanco, Santander, HSBC e Bradesco reduziram suas taxas de juros para crédito, dias após a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil terem feito o mesmo, por estímulo do governo.

O objetivo é diminuir o spread bancário - a diferença entre os juros que os bancos oferecem para produtos como poupança e fundos de investimento e as taxas usadas para crédito, como financiamento de automóveis, cheque especial e cartões de crédito.

Uma das consequências seria um volume maior de crédito no mercado.

"A baixa do spread é boa, mas não pode haver excesso de crédito. Um aumento sem critério poderia ter impactos negativos sobre a economia, entre eles a alta da inflação, da inadimplência e da criação de bolhas de crédito em alguns setores", diz Samy Dana, professor de economia da Fundação Getúlio Vargas (FGV).

Juan Jensen avalia que a redução concreta do custo do crédito e quantos consumidores poderão de fato se beneficiar disto ainda não podem ser dadas como certas.

"Pode ser mais marketing. No final das contas haverá exigências e medidas de controle que podem limitar o crédito mais barato para apenas uma pequena parcela dos clientes", diz.

O analista acrescenta ainda que os níveis de inadimplência têm subido no país e que a redução do spread neste ano é "colocar lenha na fogueira neste momento, que já é preocupante". BBC Brasil - Todos os direitos reservados. É proibido todo tipo de reprodução sem autorização por escrito da BBC. (Estadão 18 de abril de 2012)

Falha de comunicação

Uma correta administração das expectativas é essencial para evitar acidentes de trânsito. Por isso, o motorista deve sinalizar previamente seus próximos movimentos por meio de sinais do pisca-pisca, com gesticulação apropriada e, até mesmo, por redução da velocidade e por seu comportamento ao longo da pista.

Nesse ponto, o Banco Central do presidente Alexandre Tombini vem se mostrando displicente. Não liga muito para os sinais passados antes nem parece se importar com os movimentos reativos dos demais agentes econômicos ao longo da rodovia monetária.

Na ata da reunião do Copom ocorrida em março, ficou dito que “o cenário contempla a taxa Selic se deslocando para patamares ligeiramente acima dos mínimos históricos, e nesses patamares se estabilizando”. Como o tal mínimo histórico foram os 8,75% em que a Selic estava entre julho de 2009 e o março de 2010, já havia ficado claro que, em abril, a Selic ficaria nos 9,0% ao ano e por aí permaneceria por certo tempo.

As principais razões para a baixa dos juros haviam sido apontadas pelo Banco Central: a melhora da qualidade da economia tinha derrubado os juros neutros (ou seja, o nível que não produz inflação); a queda relativa da atividade econômica interna; a estabilização das cotações das commodities... e outros fatores mais.

Mas o comunicado ontem divulgado logo após a reunião do Copom já não partia do pressuposto de que os juros cairiam em cumprimento aos sinais anteriormente emitidos. Precisou deixar claro que, “neste momento, permanecem limitados os riscos para a trajetória da inflação” e que os juros caem mais 0,75 ponto percentual porque “até agora, dada a fragilidade da economia global, a contribuição do setor externo tem sido deflacionária”.

As expressões “neste momento” e “até agora” mostram que o Banco Central já não sustenta o aparentemente forte compromisso anterior de manter os juros estabilizados em 9,0% ao ano. A qualquer momento, pode puxá-los novamente para cima ou prosseguir na trajetória baixista. Além disso, colocou ênfase nas pressões deflacionárias que vêm de fora e não mais na queda do patamar dos juros neutros nem na desaceleração da atividade produtiva econômica, que o próprio Índice da Atividade Produtiva do Banco Central vem confirmando.

Enfim, o problema dos comunicados do Banco Central não está nas mudanças de avaliação e de procedimento – fatos normais numa situação de grave crise internacional como a de agora –, mas em ignorar o teor dos comunicados anteriores e, em seguida, puxar por novas justificativas que, por sua vez, podem ser ignoradas na próxima curva. Ainda ontem, a diretora-gerente do Fundo Monetário Internacional (FMI), Christiane Lagarde, entendeu que precisava carregar nas tintas: “Pairam nuvens negras sobre a economia global”, disse. Talvez buscasse convencer os países-sócios do FMI a reforçar as linhas de socorro à sua disposição. Independentemente das razões práticas, sabemos que o rombo orçamentário (e com ele a dívida pública) dos Estados Unidos segue crescendo; que a encrência não está resolvida na área do euro; que o sistema bancário da Espanha está vulnerável; e que tudo isso pode gerar ainda mais recessão e desemprego.

Mas do Banco Central do Brasil se espera que seja mais claro não só a respeito do que pretende, mas também do que deixou de pretender. (Estadão 19 de abril de 2012)

Mais uma vez, o Banco Central mudou. Não se compromete mais, como deixara claro antes, a manter os juros básicos (Selic) estacionados por certo tempo nos 9,0% ao ano, onde estão desde 18 de abril. Ao contrário, indica que o processo de baixa pode continuar – o que significa que a redução vai prosseguir.

A Ata do Copom – correspondente à reunião do dia 18 – não esclarece as razões da mudança, mas parece sinalizar que se deve ao enfraquecimento da atividade econômica. Como o Banco Central previa, no início do ano, avanço do PIB de 3,5%, fica a suposição de que, neste momento, o setor produtivo trabalha em ritmo ainda mais lento.

Celso Ming

O texto-chave (parágrafo 35) avisa que “qualquer movimento de flexibilização monetária adicional deve ser conduzido com parcimônia”.

Traduzindo: flexibilização monetária é o mesmo que baixa de juros; é mais dinheiro na economia, cujo resultado é o barateamento do seu preço – os juros. O termo parcimônia adotado em seguida é a senha para a adoção de corte menor do que o 0,75 ponto porcentual decidido nas duas últimas vezes (março e abril) que o Copom baixou a Selic.

Esses números não são meros buracos de queijo. Ainda quando parecem ser só um pouco maiores ou menores, implicam transferências de enormes volumes de dinheiro dentro da economia. Assim, está aberta a temporada para as apostas sobre o tamanho dos próximos passos da redução de juros: se vai ser de 0,50 ou 0,25 ponto porcentual ou uma sucessão desses dois números. Em todo o caso, quem faz um cesto faz um cento, diz o ditado. O Banco Central tem mudado tanto que pode mudar mais vezes. Ou seja, é bom não levar essa decisão às últimas consequências porque também está sujeita a novas alterações da hora e do jogo geral.

No cenário básico ao qual se atém o Copom, a inflação de 2012 converge para o centro da meta, de 4,5%. Não é o que os fazedores de preços estão esperando. Últimos levantamentos do próprio Banco Central indicam que, na média, o mercado trabalha com uma inflação de 5,47% para todo este ano. Mas os formuladores da política de juros acreditam que a cabeça dos agentes econômicos mudará à medida que a inflação mostrar arrefecimento.

Com a queda dos juros, o rendimento da caderneta de poupança, já um pouco mais alto do que o de alguns fundos de renda fixa destinados a aplicações mais baixas, deverá ficar ainda mais vantajoso para o aplicador a partir de 30 de maio – data para a qual está agendada a próxima reunião do Copom.

Embora a ata silencie sobre esse efeito, o governo federal não parece preocupado com a eventual migração das aplicações financeiras dos fundos de renda fixa para a caderneta. São três as suas fortes razões para manter intocáveis as atuais regras: (1) não quer ser criticado em ano de eleições por esvaziar a aplicação financeira do povão; (2) quer aproveitar o aumento da competitividade da caderneta em relação aos fundos de investimento para pressionar os bancos a reduzir as taxas de administração, elevadas demais, cobradas dos aplicadores; e (3) quer

ter uma ideia melhor sobre o potencial de migração das aplicações para a caderneta. (Estadão 26 de abril de 2012)

APÊNDICE 13 - REUNIÃO 169

Realizada em 29 de agosto de 2012, na gestão de Alexandre Antônio Tombini, com decisão pela redução de 0,50% na taxa Selic (patamar de 7,50%). Choque expansionista:

13.1 Detalhamento de comunicação por parte do Banco Central

Sobre inflação, o IPCA avança em julho, com índice 12 meses em 5,20%. Alimentos 8,68%, serviços 7,90%. Inflação subjacente em 5,24%, acelerando de 5,16% no mês anterior.

Projeção de inflação se eleva para 2012 e fica estável para 2013, ambas acima da meta de 4,5%. Banco Central acrescenta em nova frase nesta ata a projeção para o primeiro semestre de 2014, que se encontra acima do valor central da meta.

Crescimento baixo:

Considerando os dados ajustados sazonalmente, o IBC-Br avançou 0,7% em junho, após registrar estabilidade em maio. Dessa forma, o indicador registrou crescimento de 0,4% no segundo trimestre, em relação ao trimestre imediatamente anterior, e alta de 0,7% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. (Ata 169 Banco Central do Brasil)

Em parágrafo 11 sobre externo, BC carrega mais o pessimismo quanto à atividade global:

11. A economia global enfrenta período de incerteza acima da usual, com perspectivas de baixo crescimento por período prolongado. Nesse sentido, prevalece ritmo moderado de atividade nos Estados Unidos (EUA), em ambiente de riscos decorrentes do quadro de contenção fiscal e da crise europeia. Altas taxas de desemprego por longo período, aliadas à implementação de ajustes fiscais, ao limitado espaço para ações anticíclicas e a incertezas de ordem política, traduzem-se em projeções de baixo crescimento em economias maduras. O indicador antecedente composto divulgado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), referente a junho, aponta crescimento moderado ou forte desaceleração nas principais

economias. No mesmo sentido, os indicadores desagregados do Purchasing Managers Index (PMI) referentes a julho sugerem atividade global moderada, com desaceleração na atividade manufatureira. Em relação à política monetária, as economias maduras persistem com posturas fortemente acomodatórias, que, eventualmente, ainda podem ser aprofundadas. Os núcleos de inflação continuam em níveis moderados nos EUA, na Zona do Euro e no Japão. Nas economias emergentes, de modo geral, o viés da política monetária se apresenta expansionista, o que se conjuga, em alguns casos, com políticas anticíclicas adicionais. (Ata 169 Banco Central do Brasil)

Acrescenta no parágrafo 22 fala sobre choque de commodities agrícolas:

22. O Copom considera que, desde sua última reunião, os riscos para a estabilidade financeira global permaneceram elevados, em particular, os derivados do processo de desalavancagem em curso nos principais blocos econômicos. O Comitê entende que, de modo geral, mantiveram-se inalteradas as perspectivas de atividade global moderada, e pouco se alteraram as restrições às quais estavam expostas diversas economias maduras. Nota ainda que, nessas economias, parece limitado o espaço para utilização de política monetária e prevalece um cenário de restrição fiscal neste e nos próximos anos. Além disso, em importantes economias emergentes, apesar da resiliência da demanda doméstica, o ritmo de atividade permaneceu moderado. Por outro lado, desde a última reunião, surgiram evidências de pressões localizadas de preços, decorrentes de um choque desfavorável de oferta no segmento de commodities agrícolas. Para o Comitê, esse choque tende a ser menos intenso e menos duradouro do que o ocorrido em 2010/2011, bem como tende a se reverter no médio prazo. Dessa forma, apesar de manifestar viés inflacionário no curto prazo, o cenário internacional se mostra desinflacionário no médio prazo. (Ata 169 Banco Central do Brasil)

Acrescenta em parágrafo 25 a expressão "de forma não linear". Algo confuso, mas que foi interpretado como querendo ganhar graus de liberdade, alongando o horizonte da meta.

O Copom reafirma sua visão de que a inflação acumulada em doze meses, que começou a recuar no último trimestre do ano passado, tende a se deslocar na direção da trajetória de metas, de forma não linear. (Ata 169 Banco Central do Brasil)

Parágrafo 29 com detalhamentos sobre inflação:

29. O cenário prospectivo para a inflação, desde a última reunião do Comitê, embora para o curto prazo tenha sido negativamente impactado

por choques de oferta associados a eventos climáticos, domésticos e externos, manteve sinais favoráveis em prazos mais longos. Dessa forma, o Copom ressalta que, no cenário central com que trabalha, a inflação tende a se deslocar na direção da trajetória de metas. (Ata 169 Banco Central do Brasil)

13.2 Opiniões imprensa

Opiniões circulada em jornais da época em momento anterior a reunião:

O mercado financeiro aposta que o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central reduzirá novamente a taxa básica de juros (Selic) em 0,5 ponto percentual na reunião da semana que vem, nos dias 28 e 29. Se a projeção estiver certa, a taxa de juros cairá de 8% para 7,5% ao ano.

Das 81 instituições financeiras consultadas pelo AE Projeções, da Agência Estado, 80 estão com esta previsão de corte de meio ponto percentual. O Banco Ribeirão Preto é a única instituição que diverge, apostando em uma redução de 0,25 ponto percentual.

As previsões dos departamentos econômicos das instituições financeiras estão alinhadas às apostas das mesas de renda fixa. Qualquer decisão diferente de um corte de 0,5 ponto será uma grande surpresa para os economistas. Segundo eles, se vier algo diferente, é mais provável que o corte seja menor, de 0,25 ponto, e não de 0,75 ponto. Afinal, tanto os dados de inflação quanto os de atividade econômica começaram a vir mais fortes.

Para Mário Battistel, gerente de câmbio da Fair Corretora, há 70% de chance de o Copom diminuir a taxa em 0,50 ponto e 30% de a redução ser um pouco menor. "O BC pode surpreender e cortar 0,25 ponto", disse.

A justificativa para uma eventual redução dessa magnitude, segundo o economista, são os riscos de pressão inflacionária para este ano. "O impacto da alta das commodities agrícolas sobre os preços é questão de tempo", afirmou. Ele destaca a elevação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA-15), que subiu 0,39% em agosto, após 0,33% em julho.

De todo modo, o cenário central do mercado é de que o Copom repetirá o script das reuniões recentes. "Não tem como fugir do corte de 0,5 ponto", disse o sócio-gestor da Leme Investimentos, Paulo Petrassi. "Ainda teremos um PIB fraco e inadimplência em alta, apesar do discurso da equipe econômica de que isso está melhorando", completou. Guilherme Loureiro, economista do Barclays, argumenta que, embora os dados recentes de atividade interna e da economia americana apontem melhora e o cenário de commodities traga algum risco para a inflação, o Copom deve, em agosto, dar continuidade ao que vem sendo feito na política monetária.

Para Loureiro, o resultado do Produto Interno Bruto (PIB) do segundo trimestre que será divulgado no dia 31 de agosto ainda virá fraco - a expectativa da instituição é de alta de 0,2%. "Acredito que esse hiato só fecha em meados do ano que vem", disse.

Expectativa. O que deve gerar alguma curiosidade é o conteúdo do comunicado do Banco Central. Caso se confirme o corte de 0,5 ponto do juro e já esteja nos planos do BC que o ciclo de afrouxamento monetário termina este mês, como acredita parte do mercado, o texto já deverá dar algum sinal sobre isso. "A comunicação deve ser supercrítica. Se o Banco Central não sinalizar nesta direção de que fechou o ciclo, reforça nossa hipótese de novo corte de outubro", afirmou Loureiro.

Nelson Rocha Augusto, do Banco Ribeirão Preto, justificou que a sua estimativa de um corte menor de juro está embasada em uma série de variáveis macroeconômicas, que compreendem, entre outros fatores, o cenário de inflação em alta, atividade econômica em aquecimento e um quadro fiscal que, se não chega a estar ruim, também não é dos melhores.

"Na nossa opinião, o BC deveria dar neste momento a menor redução possível para a Selic", disse. "Dessa forma, emitirá um sinal de responsabilidade com relação à questão da inflação e dará tempo para que todos os estímulos implementados nos últimos meses entrem em funcionamento".

Ele diz que o emprego está mais forte e a economia crescendo, e além disso a inflação está mais alta, o que tornaria arriscado manter os cortes elevados de juros. Ele cita o resultado do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), que apontou a surpreendente geração de 142.496 postos de trabalho em julho. "Vamos entrar num período sazonalmente favorável para o emprego", completou. "É importante aumentar o investimento e a confiança dos agentes econômicos, o que passa pela redução da volatilidade." (Estadão 28 de agosto de 2012)

Metas demais

A política econômica do governo Dilma persegue vários objetivos simultâneos, alguns deles incompatíveis entre si. Os ajustes adotados não vêm mudando substancialmente o coquetel de políticas. Mas os resultados vão ficando comprometidos, porque se anulam, pelo menos em parte.

A meta aparentemente mais importante é a de garantir o crescimento econômico de alguma coisa entre 4,0% e 5,0% ao ano. Para isso, foi mobilizado um leque de providências.

Da atual política monetária (política de juros) e do crédito se espera que mais dinheiro em circulação acione o consumo e a produção. A política fiscal assegura um mínimo de sobra de arrecadação para pagamento da dívida (superávit primário) capaz de abrir espaço para a queda dos juros. As reduções ou isenções tributárias e a política de rendas (mais generosos reajustes salariais) devem contribuir para a expansão do consumo. E a desvalorização do real (política cambial) mais os pacotes de subsídios e de reservas de mercado (política industrial) procuram

compensar a falta de competitividade do setor produtivo paralisado pelo alto custo Brasil.

Os resultados mais positivos foram o fortalecimento do consumo e a queda do desemprego a níveis recordes. Mas o crescimento da economia continuou nanico, apesar da forte derrubada dos juros básicos (Selic), de nada menos que 4,5 pontos percentuais em 12 meses, para os atuais 8,0% ao ano.

O governo ainda aposta todas as suas fichas em que a aceleração da produção virá ainda neste semestre e que prevalecerá ao longo de 2013. Mas, mesmo que esse efeito aconteça, será preciso ver até que ponto será sustentável. Mesmo com o empurrão oficial, o investimento se mantém insuficiente para frutificar atividade produtiva duradoura dessa ordem.

Embora não venham ajudando a puxar pela atividade econômica, a desvalorização cambial, o consumo mais do que robusto, o afrouxamento monetário e a situação de quase pleno emprego dificilmente permitirão o cumprimento do outro objetivo: o da inflação na meta, como o Banco Central vem prometendo desde agosto de 2011. Para este ano e provavelmente ainda mais em 2013, a inflação apontará mais para perto dos 5,5% em 12 meses do que para perto dos 4,5%.

Há alguns meses, o governo Dilma ainda contava com os efeitos da crise externa sobre a inflação, sobretudo com o achatamento das cotações das commodities. Essa previsão furou.

Como aconteceu em 2011, é provável que o governo Dilma não se importe demais com a escapada da inflação. Argumentará que este é o preço a ser pago para garantir mais emprego e mais crescimento econômico.

Tomara que o governo possa ver cumpridas suas expectativas de aceleração da atividade produtiva. No entanto, pesam contra elas o excesso de timidez com que enfrenta o custo Brasil, agora engrossado pela alta do custo da mão de obra e dos componentes e matérias-primas importados.

Nesta terça e quarta-feira, dirigentes do Copom se reunirão para rever os juros. Asindicações são de que o processo de expansão de moeda (baixa dos juros) vai continuar. Como o Banco Central não deu nenhuma indicação de que reforçará a “parcimônia”, é mais provável que se decida por mais um corte de meio ponto percentual, para juros de 7,5% ao ano. (Estadão 25 de agosto de 2012)

Opiniões circulada em jornais da época em momento posterior a reunião:

Por unanimidade, o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central reduziu nesta quarta-feira, pela nona vez consecutiva, a taxa básica de juros, a Selic, de 8% para 7,5% ao ano, o menor patamar da série histórica iniciada em 1996.

O recorde anterior havia sido alcançado em julho deste ano, quando a taxa registrou queda de 0,5 ponto percentual, passando de 8,5% para 8%.

Em nota, o presidente e os diretores do BC afirmaram que a nova rodada de redução de juros foi motivada pela recuperação lenta da economia. "Considerando os efeitos cumulativos e defasados das ações de política implementadas até o momento, que em parte se refletem na recuperação em curso da atividade econômica, o Copom entende que, se o cenário prospectivo vier a comportar um ajuste adicional nas condições monetárias, esse movimento deverá ser conduzido com máxima parcimônia", informou o comunicado.

O corte de 0,5 ponto percentual na Selic já era dado como certo por grande parte do mercado financeiro.

Com a manutenção da trajetória descendente dos juros, o governo espera baratear a tomada de crédito e, assim, retomar a atividade econômica, em queda, entre outros fatores, pelo mau desempenho da indústria e o agravamento da crise internacional.

O ciclo de redução dos juros começou em agosto do ano passado. Na ocasião, a taxa era de 12,5% ao ano. (Estadão 29 de agosto de 2012)

Amanhã, 31 de agosto, completa um ano que o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil (BC) surpreendeu muitos ao reduzir em 0,5 ponto porcentual a taxa básica de juros (Selic), então em 12,5% ao ano, dando início a um ciclo continuado de novas reduções que a trouxeram ao nível atual, de 7,5% ao ano. A decisão de então do Copom gerou muita controvérsia.

De um lado, economistas, contrários à medida, a julgavam descabida e de elevado risco. Para estes, o nível de inflação no País exigia taxas de juros ainda altas e a sua redução seria um risco para a estabilidade. Do outro lado, a minoria, via a decisão como tardia, ainda conservadora, mas acertada. Isso porque o País estava na contramão da tendência internacional, com taxas de juros muito altas e um espaço enorme para sua redução.

Decorrido o primeiro ano, o cenário previsto pelo BC, expresso nas Atas das reuniões do Copom, revelou-se mais acertado que o dos seus críticos. A deterioração decorrente da crise europeia e o baixo crescimento dos EUA foram impactantes para a desaceleração do crescimento econômico da China. O enfraquecimento da economia mundial gerou uma sobreoferta de produção e uma desinflação, especialmente nas commodities metálicas.

Vale destacar que os bancos centrais das economias centrais adotaram, desde o final de 2008, um movimento simultâneo de redução de suas taxas básicas de juros, ao mesmo tempo que ampliaram a liquidez nos mercados. Vivemos um longo ciclo de taxas de juros reais negativas. O Federal Reserve (Fed, o banco central dos EUA) já manifestou que não pretende alterar suas baixas taxas de juros pelo menos até 2014.

Há uma longa discussão sobre a chamada independência dos bancos centrais. Na visão ortodoxa, eles deveriam ter total autonomia diante dos governos. Trata-se de uma discussão um tanto defasada em relação à situação do mundo atual. O que tem ocorrido, na prática, é que os bancos centrais vêm atuando de forma coordenada com seus governos nacionais, assim como com seus equivalentes em outros países, visando a combater os efeitos da crise e evitar o seu agravamento.

Especialmente para os países em desenvolvimento, a passividade diante do quadro internacional ou uma interpretação equivocada dos sinais representaria custos onerosos sobre o nível de atividade, custo do financiamento da dívida pública e níveis reais de suas taxas de câmbio. Para o Brasil - que, em 2008, quando dos efeitos da crise do mercado subprime norte-americano, já havia cometido o erro de não baixar rapidamente as taxas de juros básicas, e pagou um alto preço por isso - era preciso, diante do agravamento da crise europeia em 2011, ousar com responsabilidade e agir. Isso, a despeito das resistências de alguns setores do mercado.

Daí a importância da autonomia e da independência do BC. Aqui, elas não estão relacionadas ao Executivo, mas às pressões do mercado. É preciso que as autoridades monetárias decidam e implementem as medidas de política econômica, tendo em vista o que é mais adequado para o conjunto da economia.

Outra mudança importante e bem-sucedida foi a da remuneração da caderneta de poupança, fator sempre apontado como impeditivo para a queda dos juros, que foi conduzida com competência e sem gerar quebras de contratos.

Porém ainda estamos longe de imaginar que a batalha chegou ao fim. Na verdade, ela só começou. Foi rompido um paradigma importante que permitiu ao Brasil atingir uma taxa básica real de juros mais próxima da média de países semelhantes. Houve progressos, mas é preciso avançar nas demais condições imprescindíveis para que os ganhos sejam perenes e sustentáveis no longo prazo. Entre outros desafios, temos de enfrentar a distorção representada pela indexação de contratos e tarifas. Um resquício do período de inflação crônica que precisa ser removido, pois também representa um limitador para a redução dos níveis inflacionários e, portanto, das taxas de juros. (Estadão 30 de agosto de 2012)

APÊNDICE 14 - REUNIÃO 170

Realizada em 10 de outubro de 2012, na gestão de Alexandre Antônio Tombini, com decisão pela redução de 0,25% na taxa Selic (patamar de 7,25%). Choque expansionista:

14.1 Detalhamento de comunicação por parte do Banco Central

Sobre inflação o IPCA avança na ponta em setembro, em 5,28% em 12 meses. Alimentos 9,53%, serviços 7,89%. Inflação subjacente em 5,23%.

Sobre projeções o Copom comenta que a inflação projetada para 2012 tem leve avanço e 2013 leve queda, porém, as duas seguem acima do centro da meta. Assim como no terceiro trimestre de 2014 também está acima da meta.

Atividade cresce marginalmente pelo IBC-Br e confianças tem alguma alta depois de meses de queda:

O IBGE divulgou informações sobre o Produto Interno Bruto (PIB) do segundo trimestre de 2012. A expansão da atividade foi de 0,5% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior e de 0,4% ante o primeiro trimestre de 2012, segundo dados dessazonalizados. Dessa forma, a taxa de crescimento acumulada em quatro trimestres recuou de 1,9% para 1,2%, ratificando a visão de que a economia tem crescido abaixo do seu potencial. (Ata 170 Banco Central do Brasil)

Em parágrafo 26 Copom retira fala sobre moderação de atividade. Trecho retirado: "embora a expansão da demanda doméstica tenha moderado".

Sobre externo, acrescenta no parágrafo 31 trecho: "Nota ainda, que o cenário para importantes economias emergentes se apresenta mais desafiador do que se antecipava."

Parágrafos 33 e 34 importantes sobre a não unanimidade do comitê:

33. Votaram pela redução da taxa Selic para 7,25% a.a. os seguintes membros do Comitê: Alexandre Antônio Tombini, Presidente, Aldo Luiz Mendes, Altamir Lopes, Luiz Awazu Pereira da Silva e Luiz Edson Feltrim. Nesse sentido, a maioria dos membros do Copom argumentou, em especial, que restavam incertezas quanto à velocidade de recuperação da atividade, em grande parte, decorrência das perspectivas de que o período de fragilidade da economia global seja mais prolongado do que se antecipava, com repercussões desinflacionárias sobre a economia doméstica. Além disso, foi destacado que as recentes pressões de preços decorrem, principalmente, de choques de oferta, internos e externos, que tendem a reverter no médio prazo. Portanto, no entendimento desses cinco membros do Comitê, o cenário prospectivo para a inflação ainda comportava um último ajuste nas condições monetárias.

34. Votaram pela manutenção da taxa Selic em 7,50% a.a. os seguintes membros do Comitê: Anthero de Moraes Meirelles, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo e Sidnei Corrêa Marques. Nesse sentido, a minoria dos membros do Copom ponderou que a recuperação da atividade tende a ser sustentada pelos impulsos monetários, fiscais e creditícios já introduzidos na economia. Eventualmente, pressões de demanda e de custos poderão incidir sobre a inflação. Consequentemente, na visão desses três membros do Comitê, o cenário prospectivo para a inflação não recomendava um ajuste adicional nas condições monetárias. (Ata 170 Banco Central do Brasil)

Novo parágrafo 38:

38. Diante do exposto, considerando o balanço de riscos para a inflação, a recuperação da atividade doméstica e a complexidade que envolve o ambiente internacional, o Comitê entende que a estabilidade das condições monetárias por um período de tempo suficientemente prolongado é a estratégia mais adequada para garantir a convergência da inflação para a meta, ainda que de forma não linear. (Ata 170 Banco Central do Brasil)

14.2 Opiniões imprensa

Opiniões circulada em jornais da época em momento anterior a reunião:

E a meta de inflação?

Mais preocupante que a inflação em alta - o aumento dos preços ao consumidor passou de 0,41% em agosto para 0,57% em setembro - é o aparente descaso das autoridades em relação ao problema. O ministro da Fazenda, Guido Mantega, continua defendendo novos cortes de juros, como se o risco de uma escalada de preços fosse desprezível. Repete, com isso, a atitude da presidente Dilma Rousseff, empenhada numa espécie de guerra santa pela diminuição de todas as taxas. Os dirigentes do Banco Central (BC), responsáveis pela política de juros e pela defesa do valor da moeda, parecem aceitar sem grande incômodo a perspectiva de inflação bem acima do centro da meta, de 4,5%, ao longo dos próximos dois anos - e talvez por mais tempo. Metas de inflação, aparentemente, são cada vez menos levadas a sério. No mercado financeiro já se especula sobre a possibilidade de uma nova redução da taxa Selic, na próxima reunião do Comitê de Política Monetária (Copom), que começa na terça-feira. (Estadão 08 de outubro de 2012)

Cresceu a percepção entre alguns economistas de que o Banco Central (BC) deve reduzir a taxa básica de juros, Selic, em 0,25 ponto percentual nesta semana, após reuniões separadas com três integrantes do Comitê de Política Monetária (Copom) do BC entre segunda-feira e quinta-feira da semana passada, em Brasília e São Paulo.

O cenário de inflação e crescimento interno, e a visão ainda pessimista sobre os desdobramentos do estresse envolvendo o elevado endividamento dos países da União Europeia cancelaram, segundo esses economistas, as apostas de que Selic será reduzida a 7,25% ao ano após a reunião do Copom, que começa amanhã e termina na quarta-feira.

O BC busca atingir o menor patamar "sustentável" para a Selic, isto é, que seja capaz de atravessar o maior tempo possível sem precisar ser elevado. Com os dados mais recentes de atividade econômica e um

cenário ainda turvo para as condições financeiras da União Europeia, o BC pode argumentar que uma taxa na casa de 7,25% ao ano, ou mesmo 7% ao ano, seja capaz de permanecer inalterada por longo período.

A maioria dos interlocutores do BC ouvidos pela reportagem alterou seus cenários para a Selic após os encontros - as apostas saíram da manutenção no patamar atual de 7,5% ao ano para um corte "com máxima parcimônia" da taxa nesta semana. A frase faz referência à ata da última reunião do Copom, há um mês e meio, que sinalizou ao mercado financeiro que os cortes adicionais da Selic, se efetivamente se realizassem, seriam feitos de forma menos ambiciosa que os cortes sucessivos feitos até agora.

Inflação. A minoria dos economistas que falaram ao Estado já estimavam uma redução de 0,25 ponto porcentual na taxa básica de juros antes dos encontros com diretores do BC. Um destes, no entanto, ponderou que a expansão de 0,57% do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) de setembro, divulgada na sexta-feira pelo governo federal, pode sustentar ainda uma posição contrária à visão de que um novo corte na Selic virá.

Mas, antes mesmo da divulgação do IPCA, os diretores do BC já sinalizavam que a piora na inflação era inevitável, diante da situação ruim na lavoura americana e da expansão de liquidez forçada pelo Federal Reserve (Fed, o banco central americano).

No mês passado, o Fed anunciou que compraria no mínimo US\$ 40 bilhões por mês em títulos do Tesouro americano - o que, na prática, configura a emissão de dólares, que passam a ser despejados na economia. Tal qual ocorreu em 2010 e 2011, quando o Fed promoveu política semelhante, a injeção de moeda nova na economia deve elevar, na visão do BC, todos os preços dos ativos, sejam eles financeiros (como ações e títulos) ou reais (como preços dos alimentos, residências etc.).

Na semana passada, o diretor de Assuntos Internacionais do BC, Luis Awazu Pereira, afirmou em São Paulo que a economia global ainda atravessa "processo longo e penoso de desalavancagem", concluindo que o cenário externo é de "crescimento medíocre" nos países ricos por um longo período. Desde que o BC iniciou a política de relaxamento monetário, em 31 de agosto de 2011, a visão pessimista sobre a economia mundial tem sido apontada como fator decisivo para justificar cortes na Selic. (Estadão 08 de outubro de 2012)

A percepção da maioria dos economistas consultados pelo AE Projeções de que o Comitê de Política Monetária (Copom) manteria a Selic inalterada em 7,50% nesta semana foi abalada nos últimos dias, mais precisamente após o discurso do diretor de Assuntos Internacionais do Banco Central, Luiz Awazu Pereira, na noite da última quinta-feira.

Desde então, vários profissionais mudaram sua estimativa para a decisão do BC, de manutenção para queda de 0,25 ponto porcentual, o que levou o serviço especializado da Agência Estado a atualizar o seu levantamento sobre as expectativas para a Selic em outubro e em 2012, originalmente publicado na quinta-feira. Em dois casos, as instituições

tornaram-se mais conservadoras a respeito do resultado do Copom. Uma delas migrou de queda de 0,25 ponto para estabilidade e outra, de redução de 0,50 ponto para 0,25 ponto.

A pesquisa realizada ontem mostra um mercado mais dividido. De 80 casas consultadas, 42 esperam Selic estável em 7,50% e 38 aguardam redução de 0,25 ponto. Na sondagem anterior, 56 de 81 instituições apostavam na manutenção da taxa básica, enquanto 24 estimavam recuo do juro para 7,25% e uma para 7,00%. Entre o levantamento original e o atual do AE Projeções, 16 casas alteraram de alguma maneira a expectativa para o encontro do Copom. Procurada, a Ventor Investimentos, que no levantamento anterior previa manutenção, informou que uma eventual mudança está sendo discutida entre os economistas, mas ainda não havia definido sua estimativa até o fechamento da pesquisa.

O mercado ficou mais propenso a contar com outra nova rodada de afrouxamento monetário com a fala do diretor do Banco Central em seminário na capital paulista. Awazu disse que a economia mundial está passando por um "processo longo e penoso de desalavancagem", relacionada aos desdobramentos da crise internacional. Ainda segundo ele, a perspectiva é de um longo período de "crescimento medíocre" nas principais economias.

Não passou despercebido o fato de que, em agosto de 2011, dias antes de o Copom surpreender o mercado invertendo o ciclo monetário de alta para queda da Selic, Awazu ter feito comentários pessimistas sobre o cenário da economia global, em discurso realizado num evento da BM&FBovespa.

Na ocasião, mesmo ressaltando que a crise mundial não indicava que a economia global estaria "à beira de colapso", o diretor destacou que havia "riscos altos de recessão".

Na sexta-feira, nas mesas de renda fixa, o mercado de juros futuros passou a precificar 100% de chance de uma nova redução da Selic em outubro e também alguma possibilidade de que o processo se estenda até novembro. Entre os economistas, o processo foi mais moderado, mas vale destacar que muitos profissionais, embora não tenham alterado oficialmente sua projeção, admitem que o discurso do diretor aumentou a possibilidade de mais um recuo do juro.

Para o economista-chefe do Banco Fibra, Cristiano Oliveira, as declarações de Awazu acabaram sinalizando um novo corte de juros, desta vez com uma magnitude menor. Por isso, Oliveira modificou sua expectativa anterior, de manutenção da Selic em 7,50% para uma redução de 0,25 ponto porcentual. "De fato, o teor da apresentação (de Awazu) traçou um cenário bastante desfavorável para a atividade econômica global", avaliou. "Acredito que o viés desinflacionário de médio prazo, dada a fraqueza da economia mundial, ganhou um peso bastante relevante nas últimas semanas, na avaliação deste diretor especificamente", disse. (Estadão 08 de outubro de 2012)

Opiniões circulada em jornais da época em momento posterior a reunião:

Monica de Bolle vê pausa no ciclo de corte da Selic

O conteúdo do comunicado do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central e o placar de votos demonstram que há uma parada no ciclo de queda da taxa Selic, mas não significa necessariamente um encerramento, na avaliação da professora da PUC-RJ e diretora da Casa das Garças, Monica Baumgarten de Bolle. "Acho provável que daqui a uns meses, dependendo do desdobramento do cenário externo, que (o Comitê) retome a queda", citou. "É mais provável retomada da queda do juro básico do que de alta", acrescentou. (Estadão 10 de outubro de 2012)

Além do anúncio do fim do ciclo de corte dos juros, as decisões tomadas na quarta-feira pelo Comitê de Política Monetária (Copom) dão um punhado de indicações para o que pretende o Banco Central nos próximos meses.

A primeira é que já não há mais determinação para perseguir o centro da meta de inflação, de 4,5% ao ano. Até agora, por dispositivo legal, o Banco Central estava comprometido a entregar a meta cheia dentro do ano-calendário (até 31 de dezembro de cada ano).

Desde 2011, o Banco Central, sob a direção do economista Alexandre Tombini, passou a operar com prazos mais elásticos, mais ou menos como o Banco da Inglaterra, que trata de obter a convergência, mas, não necessariamente, dentro de um prazo rígido. No Brasil, a convergência será buscada, sim, mas fica para quando der, ou, na expressão do Banco Central, "ainda que de forma não linear". Espera-se, no entanto, que chegue ainda em 2013. A conferir.

Tanto o sistema de metas da Inglaterra como o do Brasil preveem o mecanismo de molejo na administração do plano de metas porque sempre há os imprevistos e os imponderáveis. O do Brasil tem a tal área de tolerância de inflação, que são os 2 pontos percentuais ao ano, para cima ou para baixo da meta. O da Inglaterra não precisa dessa área de escape porque não está comprometido a entregar a inflação no ano-calendário. Hoje, o Banco Central do Brasil trabalha com uma superflexibilidade. Está usando a margem de tolerância na meta e ainda se dá a liberdade de não ter prazo rígido para cumpri-la.

A outra decisão do Banco Central foi dar mais horizonte para os juros. No comunicado oficial divulgado logo após a reunião do Copom, ficou dito que se espera agora estabilidade na oferta de moeda na economia "por um tempo suficientemente prolongado". Não é indicação tão clara como a do Federal Reserve (Fed, o banco central dos Estados Unidos), que avisou que os juros ficarão onde estão (perto do zero por cento ao ano) até ao menos meados de 2015. Mas é um jeito de dizer que os juros básicos (Selic) ficarão onde estão, nos 7,25% ao ano, enquanto as condições da inflação ou da atividade econômica o permitirem.

Pode-se dizer que o Banco Central está agindo com roupa folgada demais. Não é somente a necessidade de mais conforto operacional, digamos assim. É consequência dos riscos envolvidos. A queda dos juros básicos, em nada menos que 5,25 pontos percentuais ao ano em apenas 14 meses, numa conjuntura em que o consumo se expande a cerca de 5% ao ano em termos reais e o mercado de trabalho está sob

pressão, é uma caminhonete excessivamente carregada, a mais de 120 por hora, em estrada esburacada e cheia de curvas. Ou seja, agora, o sistema opera próximo do limite. Qualquer imprevisto pode produzir uma derrapada.

Vale insistir em mais duas observações.

Primeira: essa mistura de políticas (em que prevalece a busca imediata de avanço do PIB e não só a meta de inflação) não é apenas do Banco Central. E não foi pensada estrategicamente como melhor resposta para a crise. Foi acontecendo. Mas é a política adotada pelo governo Dilma, em que o Banco Central é ator coadjuvante.

Segunda observação: diante da conjuntura de crise, essa mistura de políticas pode ter sido a mais correta, apesar dos riscos envolvidos. O principal efeito é que toda a economia funciona com mais incertezas e isso pode prejudicar o investimento privado. (Estadão 11 de outubro de 2012)

A visão de quem ainda não comprou o otimismo

Em contraste com o governo, que se demonstra muito otimista com a retomada do crescimento neste final de 2012, levando-o para um ritmo de 4%, ou até um pouco mais, que poderia se mantido nos dois anos finais do mandato da presidente Dilma Rousseff, há entre os analistas uma corrente cética. Parte dos fatores que causam desânimo nesses analistas já está incorporado pelo Banco Central, como ficou claro em recente discurso do diretor de Assuntos Internacionais, Luiz Awazu Pereira da Silva.

Trata-se da visão de que a economia dos países avançados, mesmo sem nenhum desastre na zona do euro, vai permanecer entre a estagnação e o baixo crescimento por muitos anos. Some-se a isso a desaceleração da China e tem-se um grande naco da economia global que não vai fornecer o empuxo de que desfrutaram o Brasil e outros países emergentes ao longo de boa parte da década passada.

Mas mesmo no lado doméstico da equação, interpretando os sinais que a economia brasileira dá neste momento, há economistas que não partilham do otimismo governamental e de parte do mercado. Um exemplo é Silvia Matos, coordenadora técnica do Boletim Macro do Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas (Ibre/FGV).

“A economia não está grandes coisas, e eu ainda não tenho segurança da retomada”, diz Silvia. Suas projeções para o comportamento do PIB nos próximos trimestres, e nos anos fechados de 2012 e 2013, estão abaixo da média do mercado. Para o terceiro trimestre, ela prevê 1,1%, o que não destoa tanto dos analistas em geral. Mas para o quarto, em vez de um novo número acima de 1%, Silvia crê em algo em torno de 0,7% ou 0,8%.

Como resultado, o crescimento do PIB de 2012 ficaria em torno de 1,3%. A economia vai acelerar em 2013, ela diz, até por efeito do carregamento estatístico. Mas a sua projeção atual é de 3,4%, abaixo dos 4% acenados pelo ministro da Fazenda, Guido Mantega.

Basicamente, Silvia acha que a economia brasileira não tem condição de crescer a um ritmo de 1% ou mais por trimestre no período à frente,

como apostam o governo e parte dos analistas. Ela nota, por exemplo, que os investimentos devem voltar a cair no terceiro trimestre de 2012, e a sua projeção é de um recuo de 1% ante o trimestre anterior, em bases dessazonalizadas. No quarto trimestre, sua projeção é de crescimento dos investimentos, mas eles ainda fecham o ano em território negativo. Silvia considera que a recuperação ainda está muito centrada nos automóveis e nos bens duráveis em geral, mesmo levando em consideração que o índice de difusão da produção industrial melhorou um pouco recentemente. E aqueles segmentos, onde a retomada é mais forte, foram justamente os mais anabolizados pelos incentivos tributários do governo.

Um sinal de fragilidade da economia movida a empurrões tributários foram as vendas de veículos em setembro, que caíram 31,54% em relação a agosto, e 5,44% ante setembro de 2011. A isso se acrescenta a lenta queda da inadimplência: “O processo de ajuste dos orçamentos familiares está mais lento do que o esperado”, diz Silvia. Para ela, a conjunção

desses fatores indica que não há um novo ciclo forte de venda de bens duráveis à vista no horizonte.

São os bens de consumo duráveis, na verdade, que aparecem como grande destaque de desempenho na produção industrial na média trimestral de junho, julho e agosto, comparados aos três meses anteriores. Os duráveis cresceram 5,5% nesta medida, comparados a 1% para os bens de capital, 0,1% para os intermediários, zero para os semiduráveis e não duráveis, e 0,3% para os insumos típicos da construção civil. Silvia nota que este último número não anima muito também é parte do marasmo dos investimentos. Outra preocupação sua é a fraca evolução da produtividade.

A visão da economista é de que talvez a corrente mais otimista esteja concluindo rápido demais que a economia restabeleceu um ritmo forte, a partir dos dados indubitavelmente melhores do terceiro trimestre. “A gente vê um dado bom na margem, e parece que a coisa mudou; mas, ainda por cima com este cenário internacional ruim, acho que as pessoas estão otimistas demais, pensando que a economia virou e que tudo se resolveu – não estou vendo ainda este

cenário, estou receosa, muito receosa mesmo”, ela conclui.

Hoje à tarde, ou no início da noite, quando o Comitê de Política Monetária (Copom) divulgar sua decisão sobre a Selic – há apostas em manutenção dos 7,5% ou corte para 7,25% –, talvez seja possível vislumbrar até que ponto a diretoria do BC partilha das apreensões de Silvia. Por outro lado, com a inflação acumulada em 12 meses já rodando a 5,24% em agosto, a situação do Copom certamente não é confortável. (Estadão 11 de outubro de 2012)

APÊNDICE 15 - REUNIÃO 173

Realizada em 06 de março de 2013, na gestão de Alexandre Antônio Tombini, com decisão pela manutenção da taxa Selic (patamar de 7,25%). Choque contracionista:

15.1 Detalhamento de comunicação por parte do Banco Central

Sobre o avanço dos preços, Inflação em 6,15% em 12 meses, com preços administrados em 2,94%, livres 7,20% e serviços 8,61%. Núcleos de inflação acelerando, agora em 5,82%. Projeções de inflação para 2013 e 2014 se elevam e estão acima do centro da meta.

Sobre atividade o PIB cresce 0,6% no quarto trimestre e 0,4% no terceiro, crescimento baixo mas positivo.

É retirado o parágrafo 22 que falava sobre uma possível atitude mais forte do copom caso a inflação iniciasse um processo de desancoragem.

Acrescenta frase no parágrafo 24:

Por outro lado, o Comitê destaca que informações recentes apontam para a retomada do investimento e para uma trajetória de crescimento mais alinhada com o crescimento potencial. (Ata 173 Banco Central do Brasil)

Acrescenta fala sobre ativos reais e financeiros em parágrafo 27:

Além disso, importa destacar moderação recentemente observada na dinâmica dos preços de certos ativos reais e financeiros, que, na hipótese de permanecerem nos atuais níveis, constituirão importante força desinflacionária. (Ata 173 Banco Central do Brasil)

Retira parágrafo 20:

O Copom avalia que a maior dispersão, recentemente observada, de aumentos de preços ao consumidor e a reversão de isenções tributárias, combinadas com pressões sazonais e pressões localizadas no segmento de transportes, tendem a contribuir para que, no curto prazo, a inflação se mostre resistente. (Ata 172 Banco Central do Brasil)

Substitui mais para o fim da ata pelo parágrafo 28:

28. O Copom avalia que a maior dispersão recentemente observada de aumentos de preços ao consumidor, pressões sazonais e pressões localizadas no segmento de transportes, entre outros fatores, contribuem para que a inflação mostre resistência. Embora essa dinâmica desfavorável possa não representar um fenômeno temporário, mas uma eventual acomodação da inflação em patamar mais elevado, o Comitê pondera que incertezas remanescentes – de origem externa e

interna – cercam o cenário prospectivo e recomendam que a política monetária deva ser administrada com cautela. (Ata 173 Banco Central do Brasil)

BC retira do parágrafo 33 frase que falava sobre manutenção de juros por mais tempo, abrindo espaço para alta:

Nesse contexto, o Copom entende que a estabilidade das condições monetárias por um período de tempo suficientemente prolongado. (Ata 172 Banco Central do Brasil)

15.2 Opiniões imprensa

Opiniões circulada em jornais da época em momento anterior a reunião:

O cenário de crescimento econômico e inflação trabalhado pelo governo federal para o segundo trimestre do não chancela uma elevação da taxa de juros no curto prazo. Isso não quer dizer que o Banco Central não poderá elevar a Selic, mas que provavelmente não precisará fazê-lo. Esta é a avaliação da equipe econômica, coordenada com o Palácio do Planalto.

Hoje, o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central inicia reunião que vai sinalizar os próximos passos da política monetária. A discussão termina amanhã. O mercado não espera alteração na Selic, mas está interessado em saber o que o Banco Central vai apontar no comunicado oficial do encontro, e, na semana que vem, na ata da reunião.

Preocupada em sinalizar claramente ao mercado financeiro que o Banco Central não está "amarrado" ao atual patamar da Selic, de 7,25% ao ano, a presidente Dilma Rousseff não ficou incomodada quando, logo após o carnaval, alguns analistas de mercado passaram a defender uma alta nos juros. Segundo assessores presidenciais, essa especulação se coaduna com a visão de que o Banco Central é independente.

Esse aperto na política monetária, no entanto, não está hoje no radar do Palácio do Planalto. O governo avalia que o cenário é de cautela. O início de ano, do ponto de vista inflacionário, inspira cuidados, mas mesmo as projeções internas mais pessimistas apontam que o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) fechará o ano em um patamar igual ou mesmo levemente abaixo da variação de 2012, que foi de 5,84%.

Na visão da equipe econômica, a inflação deve recuar do atual patamar de 6% nos 12 meses acumulados em abril, iniciando um período "virtuoso" até agosto. Nesse período haverá uma combinação entre a sazonalidade típica e medidas de estímulo, como a redução de impostos sobre produtos da cesta básica.

Mas, se a inflação inicia trajetória de queda, o Produto Interno Bruto (PIB) continua sem reação, ou, ao menos, sem demonstrar a retomada esperada pelo governo para acontecer já neste início de ano.

Nas estimativas mais recentes, o PIB do primeiro trimestre deve registrar um avanço de 0,8% ante o último trimestre de 2012. Se confirmado, será o melhor resultado trimestral do governo Dilma, mas ainda longe de um patamar que possa ser classificado como de forte crescimento.

O mercado de trabalho, que começou a perder força no fim do ano passado, continua em ritmo mais devagar neste início de 2013. As empresas estão capitalizadas, mas ainda aguardam o momento certo de voltar a contratar, ampliar a produção e investir. Ao mesmo tempo, as famílias tiraram o pé do acelerador na tomada de crédito, estimulando menos a economia.

"O Banco Central pode fazer o que considerar necessário, mas todo economista de bom senso sabe que não é razoável elevar os juros quando o crescimento ainda é fraco e a inflação está iniciando uma trajetória de queda", resumiu um interlocutor de Dilma para assuntos econômicos, que reforçou: "E todo o mercado sabe que o (presidente do Banco Central, Alexandre) Tombini é um economista de bom senso". (Estadão 05 de março de 2013)

O Comitê de Política Monetária (Copom) do BC faz nesta terça-feira a primeira parte da reunião de dois dias, reservada para apresentações técnicas sobre a conjuntura econômica. Na quarta-feira (06), ocorre a segunda parte, quando os diretores definirão, por votos, o patamar de juros até o próximo encontro, em abril.

"O governo manterá cautela e não irá alterar a Selic. Os indicadores econômicos preveem um bom resultado do PIB (em torno de 1%) no primeiro trimestre. No entanto, o ano ainda é uma preocupação: grandes desafios de infraestrutura, com uma inflação que preocupa", diz o professor. Para Dana, caso a inflação pressione, o governo poderá subir a Selic na reunião de abril, que acontece nos dias 16 e 17.

De acordo com ele, a inflação continua sendo um grande empecilho ao governo. "A inflação este ano deve ficar em 5,8%, bem próxima do teto da meta estipulada pelo governo que é de 6,5%. O governo precisa parar de incentivar o crédito desenfreadamente e aumentar a possibilidade de produção das indústrias, estimulando a ampliação de fábricas e investimentos mais longos", diz Dana. (Estadão 05 de março de 2013)

O Banco Central (BC) deve manter a taxa básica de juros (Selic) nos atuais 7,25% ao ano na reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) desta quarta-feira (06). Essa é a expectativa quase unânime no mercado financeiro, que estará atento a possíveis mudanças no comunicado da decisão.

A principal dúvida é se a instituição manterá a afirmação de que a estabilidade dos juros "por um período de tempo suficientemente prolongado é a estratégia mais adequada" para assegurar a queda da inflação. Ou se o BC indicará que pode subir a taxa básica em breve. Os juros estão no patamar atual desde outubro. Na última reunião do

Copom, em janeiro, o BC disse que o balanço de riscos para a inflação havia piorado. Por outro lado, a instituição afirmava que a recuperação da economia brasileira é menos intensa do que o esperado e que a crise externa ainda afeta o País. Por isso, decidiu não mexer nos juros.

Desde então, os números e previsões para a inflação só pioraram, com a taxa acumulada em 12 meses cada vez mais próxima do limite de 6,5%. Os dados sobre o crescimento econômico divulgados na semana passada, de 0,9% em 2012, também ficaram aquém do esperado pelo governo.

Desconforto

O estrategista-chefe do Banco WestLB, Luciano Rostagno, diz que, apesar do desconforto demonstrado pela autoridade monetária com o comportamento recente dos preços, prevalece no governo a visão de que a inflação retomará o movimento de queda no segundo semestre. A nova decepção com o crescimento econômico no fim de 2012 também deve fazer com que o governo mantenha a política econômica voltada para o crescimento.

"Apesar de compartilharmos a visão de que a inflação deverá apresentar tendência de queda na segunda metade do ano, avaliamos que o movimento se dará a partir de um patamar bem superior ao esperado pelo Banco Central, acima do teto da meta, forçando a autoridade monetária a iniciar um ciclo moderado de alta de juros no terceiro trimestre", disse.

Para o professor da Trevisan Escola de Negócios Alcides Leite, o governo está aceitando uma inflação mais alta, desde que ela não supere o teto da meta. "Até o fim do ano, os juros poderão ser mantidos. O baixo crescimento do PIB ajuda a manter a taxa", afirmou o economista, que acredita que o Copom irá manter a taxa básica em 7,25% ao ano.

Levantamento do serviço AE Projeções feito com instituições financeiras e empresariais mostram que o mercado está dividido em relação às futuras decisões do BC: 36 mantêm a expectativa de estabilidade ao longo de 2013; outras 36 esperam que a Selic suba, encerrando o ano entre 7,50% e 9,00% ao ano. (Estadão 05 de março de 2013)

Fossem outros os tempos, todos saberiam que na reunião de amanhã o Copom puxaria os juros implacavelmente para cima. Agora, no entanto, persistem as dúvidas sobre qual é de fato o compromisso do Banco Central: se conduzir a inflação para dentro da meta ou se criar condições adicionais para cumprir o frustrado "pibão" da presidente Dilma Rousseff.

Mais complicada ainda, a derrubada dos juros básicos (Selic) para 7,25% ao ano se transformou numa espécie de tabu da atual administração, no sentido original da palavra: uma vez violado, coisas terríveis podem acontecer — é o que parecem pensar. Caso fosse por aí, seria melhor deixar tudo como está.

Uma comunicação clara, não sujeita a exegeses da hora, poderia até mesmo compensar a insegurança passada pela ambiguidade de objetivos perseguidos. Mas nem a isso o Banco Central se dá ao trabalho. Desde outubro, quando baixou a Selic de 7,50% para 7,25%

ao ano, passa o recado de que os juros permanecerão onde estão “por um período de tempo suficientemente prolongado”. Pretendeu, evidentemente, dizer que não mexeria neles meses a fio. Ninguém poderia mesmo entender que, cinco meses depois, o Copom poderia desistir do que disse e voltar a subir os juros. Mas qualquer analista admite agora que o Banco Central pode estar revendo tudo, inclusive a intenção de manter os juros parados. O compromisso com o conteúdo dos comunicados anteriores parece relativo e cambiante.

Ou seja, o próprio mercado compreende que o Banco Central vem sendo surpreendido pelo comportamento dos preços e conserva em relação a eles uma atitude vacilante. Às vezes, por exemplo, passa indicações de que usa o câmbio para ancorar a inflação; logo em seguida, após protestos do ministro da Fazenda, Guido Mantega, admite que há limites para enfrentar o problema com derrubada das cotações da moeda estrangeira. Outras declarações são no sentido de não haver muito o que fazer para enfrentar a piora da inflação, porque tende a recuar espontaneamente, a partir do segundo semestre – em parte, graças aos bons serviços da safra agrícola recorde. Ao mesmo tempo, o controle da inflação tem a ajuda inestimável de outras áreas da política econômica: desempenho mais responsável da administração das contas públicas; achatamento das cotações dos combustíveis; congelamento dos preços no transporte público das grandes cidades; derrubada das tarifas da energia elétrica, etc.

As coisas se complicam ainda mais quando se sabe que o Banco Central não mira mais o centro da meta de inflação, de 4,5% neste ano. Ficou claro que a referência passou a ser o teto, de 6,5%, já admitida a área de escape. Decisões assim elevam o nível de risco assumido pelo Banco Central.

No próximo dia 8 a inflação em 12 meses poderá chegar ainda mais perto dos 6,5% ao ano e ficar por aí também por um período de tempo suficientemente prolongado. E, nesse caso, não se saberá se os agentes econômicos e os fazedores de preços terão confiança para esperar suficientemente até que os preços voltem para os trilhos. (Estadão 05 de março de 2013)

Opiniões circulada em jornais da época em momento posterior a reunião:

O Banco Central (BC) surpreendeu o mercado financeiro e afirmou que pode rever sua estratégia para a política de juros neste ano, após a divulgação de dados mais preocupantes em relação à inflação. O Comitê de Política Monetária (Copom) decidiu, nesta noite de quarta-feira, por unanimidade, manter a taxa básica em 7,25% ao ano, mas indicou que a Selic pode voltar a subir em breve. A manutenção dos juros era esperada por praticamente todo o mercado financeiro, que estava atento a possíveis mudanças no comunicado da decisão, com a adoção de um discurso mais duro. A retirada da expressão “suficientemente prolongado”, por exemplo, é vista por analistas como uma indicação de que está aberta a possibilidade de aumento da taxa a

qualquer momento, se necessário. A posição contribui para reforçar a credibilidade do BC em relação à sua missão de segurar a inflação. Até a decisão desta noite, os economistas estavam divididos em relação à possibilidade de os juros voltarem a subir neste ano. A nova posição da instituição deve reforçar as apostas de antecipação do aperto monetário. (Estadão 06 de março de 2013)

BC mantém Selic em 7,25% e abre espaço para alta

O Banco Central surpreendeu o mercado financeiro e afirmou que pode rever sua estratégia para a política de juros neste ano, após a divulgação de dados mais preocupantes em relação à inflação. O Comitê de Política Monetária (Copom) decidiu ontem, por unanimidade, manter a taxa básica em 7,25% ao ano, mas indicou que a Selic pode voltar a subir em breve.

A taxa está no nível atual desde outubro, quando a instituição passou a afirmar que a estabilidade dos juros "por um período de tempo suficientemente prolongado" era a "estratégia mais adequada" para garantir a queda da inflação. Agora, o BC diz que "irá acompanhar a evolução do cenário macroeconômico até sua próxima reunião, para então definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária". O Copom volta a se reunir nos dias 16 e 17 de abril.

A instituição disse ainda que a decisão foi tomada considerando "a conjuntura macroeconômica e as perspectivas para a inflação". O BC retirou do comunicado referências ao crescimento do Brasil e à crise externa, que faziam parte da nota divulgada na reunião de janeiro do comitê.

Mudanças. A manutenção dos juros já era esperada por praticamente todo o mercado financeiro, que estava atento a possíveis mudanças no comunicado, com a adoção de um discurso mais duro. A retirada da expressão "suficientemente prolongado", por exemplo, é vista por analistas como indicação de que está aberta a possibilidade de aumento da taxa a qualquer momento. Essa posição contribui para reforçar a credibilidade do BC em relação à sua missão de segurar a inflação.

Até ontem, os economistas estavam divididos em relação à possibilidade de os juros voltarem a subir neste ano. A nova posição da instituição deve reforçar as apostas de antecipação do aperto monetário. Na reunião de janeiro, o BC disse que o balanço de riscos para a inflação havia piorado. Por outro lado, a instituição afirmava que a recuperação da economia brasileira era menos intensa que o esperado e que a crise externa ainda afetava o País. Por isso, decidiu não mexer nos juros.

Desde então, as previsões para a inflação só pioraram, com o acumulado em 12 meses cada vez mais perto do limite de 6,5%. E a expectativa dos analistas é que o indicador supere esse teto até o meio do ano.

Outro dado importante, divulgado na semana passada, foi a alta de 0,9% do Produto Interno Bruto (PIB) em 2012, que ficou aquém do esperado pelo governo e mostra que a economia ainda cresce abaixo do potencial.

Ajustes. Nas últimas semanas, declarações de integrantes da equipe econômica levaram o mercado a aumentar as apostas de alta dos juros ainda neste ano. Há duas semanas, o presidente do BC, Alexandre Tombini, disse que a estratégia da instituição permanecia válida e não

existia risco de descontrole da inflação. Disse, por outro lado, que a postura do BC seria "adequadamente ajustada" quando necessário.

O ministro da Fazenda, Guido Mantega, também falou sobre juros, ao afirmar que esse é o principal instrumento de combate à inflação. Já a presidente Dilma Rousseff afirmou que, no curto prazo, a tarefa é acelerar o crescimento e os investimentos.

Na quinta-feira da próxima semana, será divulgada a ata da reunião de ontem, com mais detalhes sobre a decisão. No final de março, o BC apresenta o seu Relatório Trimestral de Inflação, com novas projeções para preços e a primeira estimativa para o crescimento do PIB em 2013. (Estadão 07 de março de 2013)

O recado mais importante que o Banco Central passou nessa quarta-feira, no comunicado divulgado após a reunião do Comitê de Política Monetária (Copom), foi que a atual estratégia não serve mais para conduzir a inflação para a meta.

E qual estratégia acaba de ser abandonada? A de manter os juros básicos (Selic) parados em 7,25% ao ano “por um período de tempo suficientemente prolongado”.

O Copom não avança que nova tática adotará. Limita-se apenas a dizer que “irá acompanhar a evolução do cenário macroeconômico até sua próxima reunião (dia 17 de abril), para então definir os próximos passos”.

O que já dá para dizer é que, na visão dos formuladores da política monetária (política de juros), a inflação em 12 meses (a ser divulgada amanhã) está em algum ponto perigoso, logo abaixo do teto de tolerância, de 6,5% ao ano.

Até agora, os dirigentes do Banco Central, presidido por Alexandre Tombini, vinham apostando em que o recuo da inflação era somente questão de tempo. A quentura poderia até aumentar neste primeiro semestre, mas, na segunda metade de 2013, haveria o recuo. Mais um pouco de paciência, talvez em 2014, e a convergência para a meta estaria garantida.

Mas o Banco Central mudou seu diagnóstico. Deixou suficientemente claro que não basta esperar para ver. Já havia tentado acionar a âncora cambial (baixa do dólar no câmbio interno), mas, aparentemente, foi contido nesse movimento por determinações superiores. Pediu mais austeridade nas contas públicas, mas foi atendido só em parte; pressionou para que reajustes de preços importantes (como os dos combustíveis e da condução) fossem adiados, mas esbarrou no aparecimento de novas distorções que precisaram ser resolvidas. Sobra a velha e infalível terapia: alta dos juros.

Neste momento, parece inevitável que os juros voltem a ser acionados para que a inflação não cause tanto “desconforto” ao Banco Central e ao governo Dilma. O problema será definir o quanto deverão ser puxados para cima e a que velocidade.

A complexidade da questão começa com o fato de que não se sabe qual é o nível de inflação tolerado pelo Banco Central e pelo governo. Durante os últimos 14 meses, ficou nítido que o Banco Central não faz muita questão de uma inflação cravada no centro da meta. Em certos

momentos, embora tenha lá seus riscos, algo perto da casa dos 6% pareceu aceitável: os 6,5% de 2011 e os 5,8% de 2012 foram considerados uma “vitória do governo Dilma”.

Desta vez, há a ditadura do calendário: 2014 é ano de eleições. Uma inflação alta conjugada com um avanço fraco do PIB não costura boa bandeira eleitoral. Desse ponto de vista, seria preferível uma dose mais forte, que produzisse um efeito mais rápido.

Essa hipótese sugere que uma elevação dos juros de somente 1 ponto percentual ao ano, para 8,25%, como vem sendo mencionada, pode não bastar. O que fica para ser respondido então é até que ponto um dos troféus mais importantes do governo Dilma – a derrubada histórica dos juros a 7,25% ao ano – pode ser removido do pedestal em que se encontra. (Estadão 07 de março de 2013)

A taxa básica de juros de 7,25% ao ano está em vigor desde outubro do ano passado e foi mantida na reunião de terça e quarta-feira desta semana do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central (BC). Mudou só o teor do comunicado emitido após o encontro: saíram do texto as palavrinhas mágicas - a taxa será mantida "por um período de tempo suficientemente prolongado" - presentes em textos anteriores. Em seu lugar, um comunicado curto, informando que a meta para a taxa Selic não foi alterada e que o comitê "irá acompanhar a evolução do cenário macroeconômico até sua próxima reunião, para então definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária". (Estadão 08 de março de 2013)

APÊNDICE 16 - REUNIÃO 183

Realizada em 28 de maio de 2014, na gestão de Alexandre Antônio Tombini, com decisão pela manutenção da taxa Selic (patamar de 11,00%). Choque expansionista:

16.1 Detalhamento de comunicação por parte do Banco Central

Dinâmica de inflação na margem ligeiramente melhor, ainda que em nível elevado. Atividade econômica mostra recuo, com pioras em relação ao mês passado. Projeção de inflação para preço de eletricidade em um aumento de 11,5%, mas projeção geral para administrados segue em 5%, mesmo valor da última reunião. Projeções cheias mistas para a inflação, com leve redução no geral mas ainda acima das metas.

Vê o cenário externo como menos favorável acrescentando frase "não obstante dados recentemente divulgados terem se mostrado menos positivos do que se antecipava" no parágrafo 21:

Para o Comitê, não obstante dados recentemente divulgados terem se mostrado menos positivos do que se antecipava, mantiveram-se as perspectivas de atividade global mais intensa ao longo do horizonte relevante para a política monetária. (Ata 183 Banco Central do Brasil)

Copom altera parágrafo 22 mostrando possível menor atividade neste ano, mas otimismo com o longo prazo:

22. O Copom pondera que o ritmo de expansão da atividade doméstica tende a ser menos intenso este ano, em comparação ao de 2013, e que, no médio prazo, mudanças importantes devem ocorrer na composição da demanda e da oferta agregada. O Comitê nota que as taxas de expansão da absorção interna têm sido maiores do que as do PIB, mas que tendem a se aproximar. Nesse contexto, o consumo tende a crescer em ritmo mais moderado do que o observado em anos recentes; e os investimentos tendem a ganhar impulso. No que se refere ao componente externo da demanda agregada, o cenário de maior crescimento global, combinado com a depreciação do real, milita no sentido de torná-lo mais favorável ao crescimento da economia brasileira. Pelo lado da oferta, o Comitê avalia que, em prazos mais longos, emergem perspectivas mais favoráveis à competitividade da indústria, e também da agropecuária; e o setor de serviços tende a crescer a taxas menores do que as registradas em anos recentes. É plausível afirmar que esses desenvolvimentos – somados a avanços em qualificação da mão de obra e ao programa de concessão de serviços públicos – traduzir-se-ão numa alocação mais eficiente dos fatores de produção da economia e em ganhos de produtividade. O Comitê ressalta, ainda, que a velocidade de materialização das mudanças acima citadas e dos ganhos delas decorrentes depende do fortalecimento da confiança de firmas e famílias. Ata 183 Banco Central do Brasil)

Em novo parágrafo 27, onde anteriormente o Copom falava sobre pressões na inflação ocasionadas pela volatilidade cambial e demais desajustes da economia, agora retira esta parte e descreve pressões observadas e dinâmica para a inflação no parágrafo 26:

26. O Copom pondera que a elevada variação dos índices de preços ao consumidor nos últimos doze meses contribui para que a inflação ainda mostre resistência. Concorrem para isso dois importantes processos de ajustes de preços relativos ora em curso na economia – realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais e realinhamento dos preços administrados em relação aos livres. O Comitê reconhece que esses ajustes de preços relativos têm impactos diretos sobre a inflação e reafirma sua visão de que a política monetária pode e deve conter os efeitos de segunda ordem deles decorrentes. A propósito, para combater essas e outras pressões inflacionárias, nos últimos doze meses as condições monetárias foram apertadas, mas o Comitê avalia que os

efeitos da elevação da taxa Selic sobre a inflação, em parte, ainda estão por se materializar. Além disso, é plausível afirmar que, na presença de níveis de confiança relativamente modestos, os efeitos das ações de política monetária sobre a inflação tendem a ser potencializados. Ata 183 Banco Central do Brasil)

Manteve expressão "neste momento" em parágrafo sobre decisão:

27. Diante disso, avaliando a evolução do cenário macroeconômico e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, por unanimidade, neste momento, manter a taxa Selic em 11,00% a.a., sem viés. Ata 183 Banco Central do Brasil)

16.2 Opiniões imprensa

Opiniões circulada em jornais da época em momento anterior a reunião:

Sobram indícios de que a reunião do Copom marcada para quarta-feira manterá os juros básicos (Selic) em 11% ao ano. Se isso se confirmar, estará interrompido o ciclo de alta acumulada em 12 meses, de 3,75 pontos percentuais.

Pela extensão da empreitada, os resultados são medíocres. Quando a puxada dos juros começou, em abril do ano passado, a inflação em 12 meses estava nos 6,49%. Não melhorou significativamente. Em abril estava em 6,28% e, em junho, deverá ultrapassar o teto da meta de 6,5%. Não se tratará ainda de uma transgressão formal ao sistema de metas porque, pelo efeito de mais uma dessas jabuticabas nacionais, os dois pontos percentuais acima da meta de 4,5% não são exigidos em períodos de 12 meses, mas apenas ao final de cada ano. Os resultados do aperto monetário são medíocres não apenas porque a inflação segue alta demais, mas, também, porque o Banco Central (BC) não vem conseguindo ancorar as expectativas. O mercado, como aferido pela Pesquisa Focus, do próprio BC, aponta para uma inflação bem mais alta para o fim do ano: de 6,42%, contra projeções de 6,0% do Relatório de Inflação de março.

Por trás desse mau desempenho, há um punhado de distorções. A mais citada é a de que o governo vem represando um quarto de todos os preços da economia. Isso mostra que a inflação natural, digamos, considerada uma adequada recomposição desses preços, já estaria acima de 7% ao ano. Este é um fator que, por si só, mantém armados corações e mentes dos formadores de preços, porque têm de se guardar para quando esse carnaval chegar. Se estiverem com seus catálogos atrasados, terão problemas na recomposição do seu capital de giro e poderão chocar a clientela.

A outra distorção notória é a de que o BC vai usando indevidamente o câmbio como âncora de preços. A derrubada das cotações do dólar pela

forte intervenção cumpre o objetivo de segurar os preços dos produtos importados, especialmente os dos combustíveis, numa conjuntura de utilização máxima das usinas térmicas, que contribuem hoje com mais de 30% da geração de eletricidade.

Mas a principal distorção é a baixa contribuição da política fiscal (a que controla receitas e despesas do setor público) no processo de controle da demanda da economia e dos preços. Assim, rédeas soltas demais na condução das finanças públicas vêm forçando a utilização de políticas heterodoxas para a contenção dos preços, com prejuízo para sua eficácia.

Inflação é febre e febre cronicamente alta é sinal claro de desequilíbrios do organismo econômico. O BC tem razão quando argumenta que desajustes dessa ordem não se consertam só com garrote monetário (alta dos juros). Enquanto não houver disposição política para prover realinhamentos estruturais da economia, a inflação continuará dilapidando o poder aquisitivo do consumidor e esse fator também tem potencial para disparar forças políticas, como as que vêm com as manifestações e com essa sensação difusa de mal-estar. (Estadão 23 de maio de 2014)

A pesquisa Focus divulgada nesta segunda-feira, 26, pelo Banco Central mostra que a projeção do mercado para a taxa Selic seguiu em 11,00% ao ano para a reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) que ocorre nesta semana, na próxima terça e quarta-feira. Os analistas esperam que o BC não dê mais nenhuma alta até o fim das eleições.

Apenas no encontro de dezembro a diretoria da instituição voltaria a elevar os juros básicos, a expectativa é de uma alta de 0,25 ponto porcentual, o que subiria a Selic para 11,25% ao final deste ano. O mercado prevê a continuidade do ciclo de aperto após dezembro. (Estadão 26 de maio de 2014)

O economista-chefe para a América Latina do banco BNP Paribas, Marcelo Carvalho, afirmou nesta segunda-feira, 26, que o Comitê de Política Monetária (Copom) deve manter a taxa básica de juros, a Selic, em 11% ao ano na reunião desta semana. "O Copom dá sinais de que gostaria de parar (o ciclo de aperto monetário) para ver como fica a situação", comentou. A avaliação foi feita em entrevista coletiva online para comentar o relatório econômico trimestral da instituição.

Carvalho destacou o argumento usado pela autoridade monetária, de que o aperto monetário atua sobre a economia com efeitos defasado e cumulativos. "Acredito que a pausa não é a decisão correta, já que a inflação continua alta e se vê a necessidade de retomada de elevação (da Selic) lá na frente", disse. A projeção do BNP Paribas é que a taxa básica de juros encerre 2015 em 13%.

"O ideal seria ter equilíbrio da política econômica, com política fiscal mais apertada, para o Banco Central ter que subir menos os juros", disse. Segundo Carvalho, atualmente o País tem uma política fiscal expansionista.

PIB

O Banco BNP Paribas estima que o Produto Interno Bruto (PIB) do Brasil deve crescer 1% tanto em 2014 como em 2015. "No ano que vem pode ser ainda menos", afirmou Carvalho.

Segundo ele, o fato de a economia brasileira estar muito vinculada à da China, que vem desacelerando, é um fator que pesa contra o avanço mais expressivo do PIB brasileiro. "Além disso, o Brasil precisa criar condições de oferta e realizar reformas estruturais", avaliou Carvalho. "Enquanto isso não for feito, o crescimento vai ser baixo", comentou.

Ajuste

Medidas intervencionistas adotadas pelo governo, como a redução da tarifa de energia elétrica e o controle dos preços dos combustíveis, "parecem boa ideia no curto prazo, mas acabam minando a confiança do empresário e do consumidor e criam mau humor no País", avalia Carvalho.

O economista fez a ressalva que o Brasil não está fadado a ter um quadro pessimista por muito tempo. Ele classifica como inevitável um ajuste em 2015 e avalia que quanto mais cedo e mais intenso forem feitas mudanças na economia, mais rápido o País pode voltar a crescer "em bases sólidas". "Talvez a situação ainda piore antes de melhorar, mas quanto mais cedo se atacar as raízes que constroem esse mau humor, melhor vai ser a recuperação a partir de 2016 em diante", comentou.

Carvalho afirmou que toda eleição gera incertezas naturais já que não se sabe quais políticas vão ser seguidas pela administração eleita. Ele ponderou, no entanto, que quem quer que ganhe a eleição deve caminhar no sentido de políticas econômicas mais amigáveis ao mercado e que ajudem a recompor a confiança e reduzir o mau humor.

Racionamento

Sobre a possibilidade de haver racionamento de energia em algumas regiões do País, Carvalho destacou que a maioria dos economistas não assume este como o cenário básico. "A incerteza é grande", disse. Apesar disso, ele reconheceu que a situação é difícil, o nível dos reservatórios é baixo e que já se recorre a termoeletricas. O economista destacou, no entanto, que na comparação com o quadro energético em 2001, a possibilidade de buscar novas formas de energia é um ponto positivo.

Para Carvalho, é plausível que se atravessasse 2014 sem um problema maior, mas que 2015 já comece com um nível baixo nos reservatórios e a chance de se ter dificuldade no ano que vem "é bastante significativa". "Não (estou falando) necessariamente de racionamento, mas algum tipo de consumo mais racional, de campanha de incentivos. Acho que tem uma probabilidade significativa disso acontecer".

Quanto mais cedo esse tipo de medida for adotada, menor deve ser o impacto na economia, na avaliação do economista-chefe do BNP Paribas. "Em 2001, se falou entre 0,5 e 1,5 ponto porcentual. É mais ou menos essa a ordem de grandeza do que poderia ser o impacto sobre o PIB (se houver racionamento novamente)", avaliou. (Estadão 26 de maio de 2014)

Goldfajn: BC já avisou que não quer subir os juros

Segundo Goldfajn, a decisão do BC deve levar em conta o cenário de eleição, mas tem na mira principalmente a dinâmica da economia no primeiro e no segundo trimestre deste ano. "O BC não quer mexer muito porque há eleição, mas principalmente porque a atividade está ruim", disse.

O Comitê de Política Monetária (Copom) se reúne terça e quarta-feira, 27 e 28 de maio, para decidir os rumos da taxa básica de juros, a Selic, hoje em 11% ao ano. A aposta do mercado é que a autoridade monetária anuncie o fim do ciclo de alta, iniciado em abril do ano passado. (Estadão 26 de maio de 2014)

Opiniões circulada em jornais da época em momento posterior a reunião:

BC interrompe escalada dos juros e mantém Selic em 11% ao ano
A decisão está de acordo com a expectativa geral do mercado. A pesquisa Focus, divulgada na segunda-feira, mostra que a maior parte das cerca de cem instituições financeiras e consultorias consultadas pelo Banco Central apostava na manutenção da Selic em 11% ao ano.

"A economia desacelerou, o mercado de trabalho está mais fraco, a inflação na margem desacelerou, a taxa cambial está menos volátil", avalia Antônio Madeira, economista da LCA Consultores. "O quadro permite a manutenção dos juros básicos".

Para André Perfeito, economista-chefe da Gradual Investimentos, no entanto, o Banco Central perdeu mais uma chance de aumentar a credibilidade da instituição. Ele acreditava que o Copom decidiria por mais um aumento de 0,25 ponto, como forma de ancorar as expectativas para a inflação futura.

Em comunicado, o Banco Central diz ter avaliado "a evolução do cenário macroeconômico e as perspectivas para a inflação" para manter os juros inalterados. (Estadão 28 de maio de 2014)

MCM:demora do Copom sugere que BC não está 100% convictoO economista fazia parte da corrente dominante dos analistas do mercado financeiro que, segundo levantamento do AE Projeções, aguardava exatamente a manutenção da Selic no nível de 11% ao ano. De acordo com a sondagem do serviço especializado do Broadcast da Agência Estado, 76 de 85 casas trabalhavam com este cenário.

Para Fernando Genta, a manutenção do termo "neste momento" no curto comunicado da decisão também mostra que o Copom não fechou totalmente a porta para novas altas nos juros. "É consistente com o quadro atual de inflação ainda elevada, a despeito da desaceleração na margem", comentou, lembrando que, pelos cálculos da MCM, a inflação em 12 meses deve chegar próxima a 7% em julho e agosto. "De toda forma, vejo com pouca probabilidade qualquer mudança de juro de agora em diante. Não vejo fatos novos não contemplados já no cenário atual", ressaltou.

Para o economista-chefe da MCM, a demora na reunião do Copom e o termo "neste momento" deverão ser fatores abordados pelo mercado

financeiro amanhã. "Certamente serão comentados", avaliou. "Acho que a curva de juro pode subir um pouquinho em função do BC", complementou. (Estadão 28 de maio de 2014)

A economista-chefe da Rosenberg & Associados, Thaís Zara, avaliou nesta noite de quarta-feira, 28, que a decisão do Comitê de Política Monetária (Copom), de manter a taxa básica de juros em 11,00% ao ano, veio em linha com a expectativa do mercado financeiro e indica que o Banco Central deixará a Selic inalterada nas próximas reuniões. Em entrevista ao Broadcast, serviço de notícias em tempo real da Agência Estado, ela considerou que a manutenção do termo "neste momento" no comunicado da decisão pode ser uma atitude de precaução, caso haja, num futuro próximo, a necessidade de novos ajustes por conta de uma eventual retomada de um processo de aceleração da inflação.

"O comunicado veio bem simples e sucinto, sinalizando que, por algum tempo, eles (diretores do BC) devem manter a Selic inalterada", comentou Thaís Zara, para quem o conteúdo enxuto também foi importante para não gerar maiores ruídos no mercado financeiro. "O "neste momento" quis dizer que, se o quadro voltar a piorar, em algum momento, eles vão mexer novamente na taxa de juros; se tiver alguma surpresa mais forte", opinou.

Questionada sobre o tempo provável que a Selic tende a permanecer inalterada em 11%, a economista-chefe da Rosenberg disse que sua equipe tende a discutir esse assunto nos próximos dias. Segundo ela, a divulgação do resultado do Produto Interno Bruto (PIB) do primeiro trimestre, agendada para a sexta-feira, e a ata da reunião do Copom, programada para ser distribuída pelo BC na quinta-feira da semana que vem (dia 5 de junho), são fatores que poderão fazer a consultoria cravar um período maior para os juros estáveis. "Por enquanto, estamos com a possibilidade da Selic voltar a subir no fim deste ano ou no começo do ano que vem", disse. (Estadão 28 de maio de 2014)

O Banco Central não parece convencido de que o ciclo de alta dos juros básicos (Selic) tenha chegado ao limite de 11,0% ao ano, como o Copom deixou transparecer quarta-feira.

Isso ficou intencionalmente exposto no comunicado divulgado após a reunião presidida por Alexandre Tombini: "neste momento", os juros ficam onde estão. (Estadão 29 de maio de 2014)

APÊNDICE 17 - REUNIÃO 194

Realizada em 21 de outubro de 2015, na gestão de Alexandre Antônio Tombini, com decisão pela manutenção da taxa Selic (patamar de 14,25%). Choque expansionista:

17.1 Detalhamento de comunicação por parte do Banco Central

Sobre dados valores observados e projetados de inflação em alta. Por outro lado, atividade em queda e ampla ociosidade na economia.

Copom fala mais sobre riscos fiscais, com novo parágrafo quando coloca fatos para consolidação de um ambiente macroeconômico favorável:

Entretanto, a velocidade de materialização dessas mudanças e dos ganhos delas decorrentes, depende, fundamentalmente, de uma trajetória de superavit primários que fortaleça a percepção de sustentabilidade do balanço do setor público, além da redução de incertezas que cercam o ambiente doméstico. (Ata 194 Banco Central do Brasil)

Ponto interessante, Banco Central passa a falar de convergência da inflação para a meta no "horizonte relevante da política monetária" (Ata 194 Banco Central do Brasil) e não mais "no final de 2016." (Ata 194 Banco Central do Brasil), acrescentando que "O Copom ressalta que a política monetária se manterá vigilante para a consecução desse objetivo." (Ata 194 Banco Central do Brasil)

Retira o parágrafo 32 da ata anterior:

32. Nesse contexto, o Copom avalia que o cenário de convergência da inflação para 4,5% no final de 2016 tem se mantido, apesar de certa deterioração no balanço de riscos. Para o Comitê, de um lado, os avanços alcançados no combate à inflação – a exemplo de sinais benignos vindos de indicadores de expectativas de médio e longo prazo – mostram que a estratégia de política monetária está na direção correta. Nessa ótica, certos riscos remanescentes para que as projeções de inflação do Copom atinjam com segurança o objetivo de 4,5% no final de 2016 são condizentes com o efeito defasado e cumulativo da ação de política monetária. De outro lado, elevações recentes de prêmios de risco, que se refletem nos preços de ativos, exigem que a política monetária se mantenha vigilante em caso de desvios significativos das projeções de inflação em relação à meta. (Ata 193 Banco Central do Brasil)

Acrescenta parágrafo 31:

31. O Comitê ressalta que há incertezas associadas ao balanço de riscos, principalmente, quanto à velocidade do processo de recuperação dos resultados fiscais e à sua composição, e que o processo de realinhamento de preços relativos mostra-se mais demorado e mais intenso que o previsto. Nesse contexto, o Comitê entende que, independentemente do contorno das demais políticas, a política monetária deve se manter vigilante, de forma a assegurar o

cumprimento dos objetivos do regime de metas e a convergência da inflação para a meta de 4,5% no horizonte relevante. (Ata 194 Banco Central do Brasil)

17.2 Opiniões imprensa

Opiniões circulada em jornais da época em momento anterior a reunião:

O Banco Central (BC) está numa encruzilhada. Insiste que vai cortar a inflação praticamente pela metade entre este ano e o final do próximo. Hoje, ela beira os 10% ao ano. Mas o BC afirma que termina 2016 em 4,5%, o centro da mete que ele mesmo se propôs a cumprir. Ocorre que não há um economista que considere a previsão viável. Nem analistas de mercado, nem economistas que um dia estiveram dentro da própria instituição dizem que isso seja possível.

Nesta semana, o Copom (Comitê de Política Monetária do BC), se reúne para decidir justamente como vai perseguir essa meta. Precisa avaliar se eleva a Selic, a taxa básica de juros, hoje em 14,75%. O cenário é delicado. De um lado, a recessão, acompanhada de desemprego e queda da renda, se agrava. As pessoas compram menos e isso naturalmente vai reduzir a inflação. Mas, de outro, o dólar subiu demais e permanece instável, o que pressiona os preços.

O Estado ouviu três ex-presidentes e quatro ex-diretores do Banco Central. Também consultou projeções atualizadas de mais de 20 instituições financeiras. Numa atípica unanimidade, todos veem que a melhor estratégia para o BC é esperar.

“O BC não tem uma vida fácil”, diz o economista Affonso Celso Pastore, ex-presidente do Banco Central e sócio da A.C.Pastore & Associados. “A taxa de juros que está aí impede que a inflação faça uma escalada sem limites: tanto que estamos vendo uma inflação perto de 10%, mas é provável que vá a 6% no ano que vem”, diz. “Mas não vai a 4,5%, como diz o BC. Esse discurso é inconsistente.” O próprio BC já teria se dado conta e, internamente, estaria estudando como mudar o discurso e o prazo para cumprir a meta.

Na avaliação de Pastore e dos demais economistas, o BC não tem muito a fazer neste momento porque sofre os efeitos de uma espécie de círculo vicioso, alimentado muito mais pela política do que pela economia.

Fiscal. Para deter a inflação, o principal trunfo do banco é elevar os juros. Mas a alta estaria no limite. Ele precisa agora da ajuda do ajuste fiscal – que o governo gaste menos, reduza o volume de dinheiro que injeta na economia. Porém, o ajuste depende da aprovação de uma série de medidas no Congresso. Como governo e Congresso não se entendem, o ajuste empacou.

Para agravar, a crise política gerou uma incerteza tão grande sobre os rumos do Brasil que afetou o apetite dos investidores. Muitos tiram dinheiro do País, o que eleva o dólar. O dólar mais alto alimenta a inflação – e volta-se à origem do problema: o BC precisa do ajuste, que empacou na crise política, que leva à incerteza, que mexe com o câmbio, que eleva a inflação. “Com a dificuldade de implementar um

ajuste fiscal profundo, o processo de ancorar as expectativas vai ser muito mais demorado”, diz Carlos Langoni, ex-presidente do BC e diretor do Centro de Economia Mundial da FGV.

O mais complicado neste processo é que o BC precisa ser cauteloso sem parecer leniente com a inflação, o que agravaria a situação da economia. “As inflações começam pequenas e depois vão aumentando”, diz Gustavo Loyola, também ex-presidente da instituição e sócio da Tendências Consultoria. “Se eu estivesse no BC seria bastante conservador. Não estou defendendo que o BC saia por aí como um míssil sem direção, elevando os juros. Mas ele não deve se comportar como se a briga com a inflação estivesse perdida. O Banco Central precisa ser o último a jogar a toalha.”

Affonso Pastore: “É preciso olhar a meta de inflação, sim, mas também os custos de se chegar até a meta. Se você subir a taxa de juros para alcançar a meta que o BC está mirando agora, o custo será uma recessão ainda mais profunda que a atual. O correto é o BC dizer: olha, vamos, sim, voltar para a meta, mas em um horizonte muito mais longo. E o horizonte é igual ao tempo em que prevalecer a política fiscal (gastos públicos) expansionista.”

Carlos Langoni: “Em qualquer processo de ajuste bem-sucedido existe uma coordenação maior entre política monetária e fiscal. O Banco Central avançou bastante no aperto monetário, mas ele contava com o impacto positivo do ajuste fiscal neste segundo semestre. Isso não ocorreu. E o resultado é que os dados do Focus mostram a expectativa da inflação em alta: em 2015 caminhando para dois dígitos e no ano que vem superando a barreira dos 6%.”

Gustavo Loyola: “A maior colaboração que o BC deve dar neste momento é fazer o trabalho para o qual foi criado: preservar a estabilidade da moeda. O BC é uma âncora. Eu tenho esta visão, até como ex-funcionário do banco. Fiz parte da minha carreira lá dentro. O BC tem uma função institucional e não pode abrir mão dela. O que de pior poderia acontecer neste momento para o Brasil seria adicionar, à crise, o descontrole inflacionário. (Estadão 17 de outubro de 2015)

Certos de que o mergulho do Produto Interno Bruto (PIB) empurrará a inflação mais para perto do centro da meta em 2016, os 73 analistas do mercado financeiro consultados pelo AE Projeções, serviço de estimativas da Agência Estado, afirmaram que a taxa Selic permanecerá em 14,25% ao ano na reunião do Comitê de Política Monetária (Copom), que começou hoje e se encerra nesta quarta-feira, 22, após o fechamento do mercado. A taxa deve estacionar neste patamar até o fim do ano. Quando perguntados sobre como esperam a Selic para o fim de 2015, apenas dois dos profissionais consultados acreditam que o colegiado vai elevar a taxa de juros na última reunião do ano.

O maior aumento na reunião do fim de 2015, de 0,50 ponto porcentual, é esperado por Luis Fernando Horta, chefe do Departamento de Economia da Kinea Investimentos. A previsão dele está atrelada à crença de que o Banco Central (BC) terá de elevar os juros ainda neste ano para conter a pressão inflacionária decorrente do nível de câmbio em R\$ 4. “Na Focus, as estimativas para o IPCA estão acima de 6,50%”,

disse. Na pesquisa do BC, as instituições que mais acertam as projeções já veem o IPCA em 2016 em 6,72%, conforme o levantamento do dia 13 deste mês.

Já para 2016, a maioria dos especialistas acredita na queda do juro, pois a atividade fraca pode afetar com mais intensidade a inflação no ano que vem. De um total de 65 instituições participantes, 47 acreditam que a taxa de juros fechará 2016 com queda entre 11% e 13,75% ao ano. Já 17 casas estimam que a Selic ficará inalterada em 14,25%, enquanto uma espera elevação dos juros para 16%.

Pressão inflacionária. Outro que prevê aumento do juro nominal até o fim do ano é o superintendente de câmbio da SLW Corretora, João Paulo de Gracia Corrêa. Ele trabalha com a Selic encerrando 2015 em 14,50% ao ano. Para ele, o BC deverá elevar a Selic na última reunião do ano para conter o aumento da inflação no começo do próximo ano, período em que há registros de aumentos de preços de alimentos, gastos com educação e aumento impostos.

Horta, da Kinea, por sua vez, avalia que o rebaixamento do rating de BBB para BBB- e a manutenção da perspectiva negativa para a economia não deve mover o BC a elevar a taxa de juros no fim do ano. "Acho que não. Nem que tivesse perdido o investment grade. Expectativas de inflação na Focus acima de 6,5% para a reunião de novembro é que deve levar o BC a subir juros", reforçou.

No entendimento do economista-chefe da SulAmérica Investimentos, Newton Camargo Rosa, o BC deve manter a Selic em 14,25% até parte de 2016, pois acredita que a taxa neste nível poderá fazer com que as expectativas de inflação desacelerem, levando o IPCA para 4,50% no fim do ano que vem. "A convergência das expectativas é que vai ser um sinal de mudança na condução da política monetária", disse.

De certa forma, Camargo Rosa acredita que o BC não está mais olhando tanto para a inflação de 2016, mas para a de 2017. Conforme ele, no ano que vem ainda haverá algum realinhamento dos preços administrados que tende a afetar a inflação daquele período. Se a CPMF voltar, disse, a pressão deve ser ainda maior. "Aí, fica difícil buscar 4,50%", afirmou.

O diretor de Pesquisas Macroeconômicas do Bradesco, Octavio de Barros, também acha que não há razão para o BC elevar juros por causa do rebaixamento do rating do Brasil. "Nenhuma razão para mudanças. A Fitch estava totalmente no preço", disse.

2016. Para o economista-chefe da ModalMais, Álvaro Bandeira, a inflação pode começar a desacelerar e permitir um recuo da taxa básica no ano que vem, com os juros podendo fechar em 12,75%. "Com a atividade mais fraca, a inflação pode passar a pressionar menos e o BC ceder um pouco", estimou.

Embora faça parte da corrente que estime queda dos juros em 2016, o economista Alexandre Andrade, da GO Associados, admite que a crise política vem colocando mais incerteza e diminuindo a probabilidade de aperto monetário. "Por um lado, acredito que o BC não irá subir os juros, mas como as expectativas de inflação estão piorando, inclusive no cenário do Banco Central, pode ser que a Selic fique no atual nível

de 14,25%", disse, ao fazer referência ao Relatório Trimestral de Inflação (RTI) de setembro. (Estadão 20 de outubro de 2015)

Opiniões circulada em jornais da época em momento posterior a reunião:

Apesar da persistência da inflação em patamares elevados, a decisão já era esperada por economistas. A situação do BC é delicada. De um lado, a recessão, acompanhada de desemprego e queda da renda, se agrava. As pessoas compram menos e isso naturalmente vai reduzir a inflação. Mas, de outro, o dólar subiu demais e permanece instável, o que pressiona os preços.

Nesta quarta-feira, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - 15 (IPCA-15), considerado a prévia da inflação oficial, subiu 0,66% em outubro, o maior resultado para o mês desde 2002. Com o resultado, o índice acumula alta de 8,49% nos dez primeiros meses do ano e de 9,77% em 12 meses até outubro - o nível mais elevado desde dezembro de 2003 (9,86%).

A missão de, ainda em 2015, trazer a inflação para o centro da meta do governo, de 4,5%, já foi abandonada pelo BC há tempos. Quando os preços começaram a acelerar, o mercado comentava que o Banco Central ia tentar diminuir o IPCA somente em 2016, algo que muitos também já não acreditam. Para a diretoria do BC, o foco na meta não está mais em 2016, como pregava até então.

Em setembro, o recado dado no comunicado foi o de que a manutenção desse patamar por período "suficientemente prolongado" é necessária para a "convergência da inflação para a meta no final de 2016". Agora, o comunicado do Copom traz que a manutenção por tempo prolongado é necessária para a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante da política monetária. Esse período, como é sabido, é de dois anos a frente da data atual. Ou seja, o BC agora já discute IPCA em 4,5% em 2017.

Entre as duas reuniões do Copom, o cenário econômico e político se deteriorou ainda mais e a questão fiscal continua como a grande algazema da ineficácia da política monetária. Um dos pontos que mais mostraram abalo foi o das expectativas para a inflação, que estão cada vez mais distantes do centro da meta de 4,5% não apenas para o ano que vem como também para os seguintes - as deste ano já encostam em 10%.

A última Pesquisa Focus apontava para uma inflação de 6,12% no ano que vem. A elite dos cinco economistas que mais conseguem antecipar o resultado da inflação (Top 5) já prevê estouro da meta também no ano que vem. A tarefa do BC é não deixar que o IPCA ultrapasse a marca de 6,5%, mas esse grupo já calcula o índice em 6,72% em 2016. Isso é mais do que um "desvio significativo" que a diretoria escreveu nas últimas atas como praticamente uma senha de que poderá elevar a Selic. O BC nunca explicitou, no entanto, quanto um desvio tem de subir para tornar-se significativo. (Estadão 21 de outubro de 2015)

A inflação ainda não começou a ceder - e disso o IPCA-15 de outubro, divulgado hoje, é uma comprovação. As contas públicas continuam deficitárias e a tendência cada vez mais nítida de um novo déficit fiscal primário em 2015, depois do 0,6% negativo do ano passado, sinaliza para pressões inflacionárias adicionais. Mais pressões sobre preços ainda são esperadas de possíveis novos aumentos de combustíveis e, no geral, dos efeitos causados pelo dólar ao redor de R\$ 4.

Assim, ao decidir, por unanimidade, manter a taxa básica de juros nos 14,25% ao ano em que ela se encontra desde fins de julho, o Comitê de Política Monetária (Copom), deixou pelo menos duas coisas evidentes: 1) está imobilizado, diante da perda de eficácia da política monetária, cuja ação, nas atuais circunstâncias, pode provocar mais inflação em lugar de contê-la; e 2) não teve outra alternativa a não ser flexibilizar na prática o regime de metas de inflação, como querem economistas heterodoxos em geral e ortodoxos que acreditam na existência, no momento, de uma situação de dominância fiscal.

A manutenção da taxa básica, em ambiente de desequilíbrio fiscal e pressão inflacionária, pode ser interpretada como uma declaração velada de abandono do objetivo até aqui reiterado de levar a variação do IPCA ao centro da meta de 4,5% nos últimos meses de 2016. Com a decisão desta quarta-feira, o Copom transmite a mensagem implícita de que está adiando esse objetivo para um período entre meados e fins de 2017. A partir do estouro do teto da meta em 2015, sinaliza agora, portanto, a intenção de atingir o centro da meta em 18 ou 24 meses.

No conjunto das três dezenas de países que adotam o regime de metas de inflação, só Brasil e Inglaterra determinam metas para o ano calendário. Há casos, como os de México, Turquia e Coreia do Sul, em que o prazo para alcançar a meta é de 3 anos. E outros, como na Colômbia, em que não existe um horizonte temporal específico. Variam também a medida de inflação adotada - se um índice de preços ao consumidor cheio ou seu núcleo - e quem fixa a meta - se o próprio Banco Central, o governo ou uma junta específica.

Essa variedade de formatos atende ao conceito de flexibilidade que sustenta o regime de metas. Adotado a partir dos anos 90, ele foi concebido para operar como um sistema híbrido que combina ações discricionárias (sem condicionantes) da autoridade monetária e a obediência por ela de regra condicionada (aplicar políticas para atingir a meta anunciada). (Estadão 21 de outubro de 2015)

O Banco Central (BC) é como o matuto que pretendia alcançar a linha do horizonte. Quanto mais caminhava em direção a ela, mais o horizonte se afastava.

Vem dizendo, dia após dia, por meio dos seus documentos de comunicação e por meio das entrevistas dos seus dirigentes, que persegue a inflação na meta (4,5% ao ano) "no horizonte relevante".

Em dezembro, o presidente do BC, Alexandre Tombini, garantia que a política monetária (política de juros) conduziria a inflação para o centro da meta ao longo de 2016. Em meados deste ano, corrigiu a data para "fim de 2016". E, nesta quarta-feira, o comunicado divulgado após a reunião do Copom já não se compromete, como antes, a provocar a

convergência da inflação até o fim de 2016. Agora avisa que a manutenção por tempo prolongado é necessária para a convergência da inflação para a meta no "horizonte relevante da política monetária".

Portanto, este é um horizonte que se desloca aleatoriamente com o tempo, as andanças e a decisão de não elevar mais os juros. De certo ponto de vista, esse compromisso não diz nada de substancial, porque a qualquer momento as autoridades da área monetária podem deslocar o tal horizonte relevante e/ou o cumprimento da meta para mais adiante ou para quando der.

O que há de novo é o fato de que a política monetária perdeu eficácia. Já não consegue produzir a convergência da inflação para a meta nas condições pretendidas. Não consegue porque a inflação está sendo puxada para cima pela força exercida pelo rombo fiscal, que produziu renda, demanda e desvalorização cambial que, por sua vez, produziram a alta dos preços e o que a ela se segue.

Alguns economistas vêm advertindo que a perda de eficácia da política monetária nada mais é do que o estado de dominância fiscal, que o BC, de um lado, prefere negar, mas, de outro, parece convalidar, na medida em que mantém os juros no mesmo lugar (14,25% ao ano), porque não obteria melhor resultado se os elevasse.

Outro jeito de avaliar a nova postura do BC, que estica o horizonte da convergência sempre para mais à frente, é a expectativa de que a recessão faça a maior parte do serviço, uma vez que contém a demanda e o emprego. Daí a necessidade de comprar mais tempo para que o serviço seja concluído. O problema nessa estratégia é o alto risco de nova deterioração das contas públicas e da dívida que derrube ainda mais a confiança, empurre o dólar ainda mais para cima e crie ainda mais inflação.

Enfim, o risco é de que o sistema pretendido de ancoragem dos preços seja insuficiente para enfrentar estes tempos malucos. O que se espera agora é que o BC explique o que pretende e com que recursos, na próxima Ata do Copom a ser divulgada dia 29.

Talvez seja demais esperar que tenha melhores informações e maiores certezas do que tanta gente boa que também continua perdida por aí. Quando afirma que "continua vigilante", o BC pode estar dizendo isso mesmo: que continua na busca de um jeito de lidar com a crise (econômica e política) e com as turbulências que vêm junto com ela. (Estadão 22 de outubro de 2015)

Após BC estender prazo para cumprir meta, projeção para inflação em 2016 dispara

Mercado acredita que o IPCA chegará a 6,22% no ano que vem, enquanto a elite dos economistas aponta para 7,30%; estimativa do PIB subiu para uma queda de 3,02% em 2015 e de 1,43% em 2016. (Estadão 26 de outubro de 2015)

Incoerências nas explicações para manter os juros

Nem sempre a coerência está presente nas atas das reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom). Mas poucas terão sido tão incoerentes quanto a do encontro de outubro – realizado na semana passada –,

divulgada ontem. Em resumo, os “balanços dos riscos” para a inflação pioraram, mas os diretores do Banco Central decidiram manter a taxa básica de juros no mesmo nível em que ela se encontra desde julho e a grande maioria dos analistas entendeu que assim permanecerá “por um período prolongado”. (Estadão 30 de outubro de 2015)

APÊNDICE 18 - REUNIÃO 196

Realizada em 20 de janeiro de 2016, na gestão de Alexandre Antônio Tombini, com decisão pela manutenção da taxa Selic (patamar de 14,25%). Choque expansionista:

18.1 Detalhamento de comunicação por parte do Banco Central

Inflação IPCA em aceleração, fechando dezembro em 10,67%. Atividade segue em curso de desaceleração.

No cenário externo, em parágrafo 12 sobre preço do Brent é acrescentada a frase "acentuada pelos efeitos da desaceleração da economia chinesa, e da oferta., influenciada pela redução dos investimentos no processo de produção." (Ata 196 Banco Central do Brasil) mostrando viés de baixa para preços de combustíveis.

Em bloco sobre implementação da política monetária novas frases acrescentam maior peso para incertezas "O Copom considera que o ambiente externo permanece complexo, com e que as incertezas se ampliaram. Entretanto, em que pese a ocorrência de episódios de maior volatilidade afetando importantes economias emergentes" (Ata 196 Banco Central do Brasil) mesmo que pontuando "baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais." (Ata 196 Banco Central do Brasil) "crescente preocupação com a economia chinesa e seus desdobramentos para outras economias domésticas crescente preocupação com a economia chinesa e seus desdobramentos para outras economias." (Ata 196 Banco Central do Brasil). "Deve-se ressaltar, também, o aumento das incertezas geradas pelos baixos preços do petróleo e suas implicações para empresas do setor e países produtores, bem como para os mercados financeiros em geral, com riscos para a estabilidade financeira global." (Ata 196 Banco Central do Brasil).

Sobre atividade acrescenta que "à medida que a confiança de firmas e famílias se fortaleça, o ritmo de atividade tende a se intensificar". (Ata 196 Banco Central do Brasil)

"Para estes membros, faz-se necessário acompanhar os impactos das recentes mudanças nos ambientes doméstico e externo no balanço de riscos para a inflação, o que, combinado com

os ajustes já implementados na política monetária, pode fortalecer o cenário de convergência da inflação para a meta de 4,5%, em 2017" (Ata 196 Banco Central do Brasil)

18.2 Opiniões imprensa

Opiniões circulada em jornais da época em momento anterior a reunião:

Uma mudança de curso das expectativas para a decisão do Comitê de Política Monetária (Copom), sem precedentes, toma conta do primeiro dia da reunião do colegiado, que começou na tarde desta terça-feira, 19 (16h10). Inicialmente, o mercado financeiro apostava em peso numa elevação da Selic de 14,25% para 14,75% ao ano no encontro que termina amanhã. Com base em sinais passados hoje pelo presidente do Banco Central, Alexandre Tombini, as expectativas mudaram.

Apesar da recessão econômica pela qual passa o País, os argumentos dos economistas para uma alta de meio ponto eram fincadas na percepção de que, com a inflação corrente em alta e as expectativas mais elevadas ainda, o BC atuaria com seu instrumento de política monetária. Mesmo em um momento de retração econômica. Até porque, porta-vozes da instituição apontavam que o mandato do BC é para conter a inflação e que não há trade-off (conflito de escolha) em relação à atividade econômica.

Mais do que isso, os analistas acreditavam que um aumento mais agressivo da taxa básica agora seria uma resposta aos que colocavam na berlinda a credibilidade da instituição, e de Tombini. Principalmente em um momento de pressão política e de críticas dentro do PT sobre a retomada da alta, com um esforço de tentar evitá-la.

Por meio de nota, no entanto, o presidente disse que as mudanças feitas pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) em suas projeções para o Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro de 2016 e 2017 foram "significativas". Acrescentou que essa informação seria usada como referência para o colegiado. Ficou aqui a pista de que a intenção, pelo menos neste primeiro momento, é de elevar a Selic em menor magnitude do que previa o mercado.

Ex-diretores do BC consultados pelo Broadcast se disseram "perplexos" com o comentário de Tombini sobre o FMI, considerado sem precedentes por ter sido feito em dia de Copom, quando banqueiros centrais ficam ainda mais circunspectos do que o de costume. Avaliaram, porém, que antes essa reviravolta na véspera da decisão do que um susto ainda maior no dia do anúncio. (Estadão 19 de janeiro de 2016)

Ex-diretores do BC se dizem perplexos com atitude de Tombini em véspera de Copom

Perplexidade. Esta é a palavra que resume a reação de ex-integrantes do Comitê de Política Monetária (Copom) sobre a nota divulgada na

manhã desta terça-feira pelo presidente do Banco Central, Alexandre Tombini. Pelo que comentaram dois ex-diretores da instituição ao Broadcast, serviço de informações em tempo real da Agência Estado, uma postura dessas não tem par na história do BC.

Pela manhã, Tombini soltou uma nota considerando "significativas" as revisões das projeções do Fundo Monetário Internacional (FMI) para o crescimento do Brasil neste e no próximo ano. Mais do que isso, enfatizou que essa informação, como todas as demais disponíveis até o momento da decisão do colegiado, serão apreciadas pelos membros do Copom.

Uma das fontes consultadas revelou que estava em reunião interna na instituição em que trabalha quando um colega verificou a notícia no Broadcast por meio do celular. Os reflexos da decisão do Copom de amanhã eram um dos assuntos do encontro. Depois da informação, no entanto, tornou-se a pauta principal, conforme relatou. "Todos os sinais do BC eram mais hawkishes (inclinado ao aperto monetário), apesar da recessão. Não entendemos o motivo de Tombini passar um recado tão dovish (suave) no meio do caminho", disse.

Se havia uma possibilidade de Tombini deixar o cargo por conta da pressão política que vem sofrendo para não aumentar os juros, a avaliação dessa fonte é a de que a revisão do FMI caiu como uma luva para o presidente do BC, que poderá usá-la como argumento. Com isso, avaliou, também não haveria motivo para deixar o cargo. "Mas isso é contraditório com toda a linha apresentada desde o final do ano passado. Ou o BC não passou os recados certos ou teve de mudar de posição de última hora, o que é muito pior", avaliou o ex-diretor.

No Copom passado, o colegiado optou por manter a Selic estável em 14,25% ao ano. O placar, no entanto, foi dividido com seis votos a favor da manutenção e dois pela elevação imediata da taxa para 14,75% (Sidnei Marques e Tony Volpon). O que o Broadcast apurou na ocasião é que se tratava apenas de uma questão de timing, já que todos os membros teriam como tendência de atuação o aperto monetário. As discussões ficaram mais concentradas sobre quando o BC deveria começar a agir.

Para outro ex-integrante do BC, a decisão do Copom de amanhã foi praticamente antecipada para hoje. "É claro que se trata de um comentário assinado por Tombini, que é um voto, mas é um voto importante e, mais do que isso, de 'minerva'", considerou, levando-se em conta que a decisão poderá ser, mais uma vez, dividida. Na história, vale lembrar, é difícil encontrar um momento em que presidente do BC está no grupo dos "vencidos" em um placar do Copom.

Apesar de todo o desgaste que essa nota poderá trazer para os negócios e as expectativas, essa fonte salientou que, pior ainda, seria ver o colegiado elevar a Selic em 0,25 ponto percentual amanhã, sem ter feito qualquer sinalização sobre essa possibilidade. "A notícia de hoje chocou, claro, mas o pior dos mundos seria levar um susto ainda maior amanhã à noite", disse.

O Broadcast apurou também que, durante o evento de uma instituição financeira, um ex-diretor do BC foi interrompido durante sua fala para ser informado sobre o comentário de Tombini. A reação foi de

perplexidade. Ele teria dito que "parecia brincadeira" o BC comentar uma revisão do FMI à véspera do Copom. "Não há precedentes." (Estadão 19 de janeiro de 2016)

Comentário de Tombini satisfaz governo e PT

No PT, o comentário inédito de Tombini, feito após a divulgação do relatório do FMI, foi visto como um sinal de que pode haver uma reorientação da política monetária. "A nota divulgada por ele não foi qualquer coisa", afirmou o senador Lindbergh Farias (PT-RJ). "O FMI disse que o Brasil estará à frente da maior recessão que o País já encarou. É um momento dramático e nós estamos encarando esta decisão do Banco Central sobre os juros como decisiva para os rumos de 2016."

Derrotas. Em conversas reservadas, dirigentes do PT afirmam que, se os juros subirem com esse quadro de desemprego, "pibinho" e perspectivas sombrias para a economia, não haverá mais investimentos e o partido sofrerá derrotas acachapantes nas eleições municipais deste ano, comprometendo ainda mais o projeto de poder para 2018. "O desgaste para o governo, com juros ainda mais altos, será tremendo", resumiu Lindbergh. "Temos de olhar para as empresas e os trabalhadores, e não só para o mercado".

Uma conversa reservada entre Dilma e Tombini, na segunda-feira, chamou a atenção dos agentes econômicos, mas os comentários sobre "interferência" do governo no Banco Central, às vésperas da reunião do Copom, foram minimizados no Planalto. Um auxiliar de Dilma disse não haver "ninguém melhor" do que o presidente do BC para passar o quadro da política monetária para ela e enumerou as adversidades deste início de ano. Na lista dos problemas estão a queda na bolsa chinesa, um importante parceiro comercial do Brasil; barril do petróleo com cotação abaixo de US\$ 30, e, ainda, a elevação, em dezembro, dos juros pelo Federal Reserve (BC americano) em 0,25 ponto porcentual, o primeiro aumento desde 2006.

Na sexta-feira, em café da manhã com jornalistas, Dilma assinalou a linha de atuação que espera do BC. Para ela, embora autônomo, o BC não é independente e deve, sim, prestar contas. "Para o meu governo, o Banco Central não é uma instituição independente. Independente é a relação, pela lei brasileira, entre o Executivo, o Legislativo e Judiciário", afirmou a presidente. "O BC é uma instituição autônoma. Tem autonomia para fazer sua política. Mas isso não significa que não preste contas a todos os órgãos e deve prestar contas, inclusive ao Congresso". (Estadão 19 de janeiro de 2016)

Lula marca posição contra alta do juros em dia de Copom

Como se presidente fosse, Luiz Inácio Lula da Silva decidiu estreitar o ano de 2016 com um receituário de medidas econômicas para que a chefe do Palácio do Planalto, Dilma Rousseff, governe. As sugestões chegam justamente no dia em que o Comitê de Política Monetária (Copom) toma a decisão sobre os juros sob forte pressão do PT e críticas reforçadas do mercado financeiro ao presidente do Banco Central, Alexandre Tombini.

O cardápio de Lula apresentado em entrevista a blogueiros é conhecido pela boca dos interlocutores dele e, em parte, usado por Dilma antes de se reeleger, mas vale repetir nas palavras do ex-presidente:

- 1 – É preciso forte política de financiamento para induzir o crescimento da economia, inclusive com uso de “recursos públicos” mesmo se houver um aumento “um pouco mais” do endividamento do País;
- 2 – “Um pouco de crédito para o consumo”, a única saída para aproveitar, segundo ele, o “mercado de crédito extraordinário” que o País tem;
- 3 – Fazer grandes obras de infraestrutura evitaria o avanço do desemprego;
- 4 – Reduzir os depósitos compulsórios dos bancos para financiar investimentos e o consumo, já que não há “dinheiro no Orçamento”;
- 5 – Não há necessidade de aumentar a Selic porque, diz, nem os banqueiros querem.

Irônico, Lula minimizou a alta inflação no País. “Eu, que vivi uma inflação de 80% ao mês, com 8% ao ano dá até para guardar dinheiro embaixo do colchão”.

Atacou o ajuste do ex-ministro da Fazenda Joaquim Levy, a quem acusou ser representante do mercado e ter levado o governo a perder a “nossa gente”. E voltou a reconhecer, como se estivesse no Planalto, ter sido um equívoco político de Dilma e do PT implementar uma política econômica diferente da pregada durante as eleições.

Numa espécie de ultimato, o ex-presidente sugeriu até um prazo de 20 dias para que Dilma e o novo titular da Fazenda, Nelson Barbosa, a quem chamou de “muito inteligente”, anunciem novas medidas econômicas. E cobrou ações “críveis”. “Acho que logo, logo, ela deve se pronunciar para falar pro Brasil o que vai acontecer daqui pra frente”, instou.

Lula trabalhou para que Dilma trocasse Levy por Barbosa e mudasse o núcleo duro do governo dela. Aliados dizem que as manifestações do ex-presidente visam a retirar sua apadrinhada das crises política e econômica, classificada por ele como “arranhões” ao projeto de 13 anos do PT.

O ex-presidente afirmou que a candidatura para voltar ao Planalto vai depender de como estará o País em 2018. E disse que estará no jogo como titular, reserva ou como torcida. Hoje, ele está na reserva, mas fala como técnico para tentar, daqui a três anos, voltar ao campo. (Estadão 20 de janeiro de 2016)

Se o Copom não subir os juros ao final de sua reunião hoje, o presidente do Banco Central, Alexandre Tombini, perde. Se subir os juros em 0,25 ponto porcentual, ele perde. E se elevar a taxa Selic em 0,50 ponto, ele também perde.

Seja qual for o desfecho do Copom, Tombini já é o grande perdedor dessa decisão.

Ao dar um cavalo de pau nas expectativas do mercado, depois de tê-las guiado para um ritmo de aperto de 0,50 ponto, o presidente do BC enterrou de vez qualquer possibilidade de recuperar sua reputação e credibilidade quando chegar o final do seu mandato.

Tombini tornou inúteis, desde ontem, futuras declarações e documentos oficiais de comunicação do BC (como atas do Copom e Relatórios Trimestrais de Inflação) ao calibrar por semanas as expectativas de investidores e analistas para, nas horas finais que antecedem a decisão de política monetária, mudar os rumos, utilizando-se de um pretexto tão frouxo que apenas criancinhas comprariam por valor de face. Ele deu um caráter político definitivo a uma decisão de política monetária.

Assim, ficará na história como o responsável por um “downgrade” (rebaixamento) no cargo de presidente do BC: de um respeitado banqueiro central para mais um servidor público cumpridor de ordens, sem qualquer autonomia operacional ou intelectual.

A notícia de que se reuniu com a presidente Dilma Rousseff na véspera de divulgar uma nota inesperada e injustificável, comentando as projeções para o Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro do Fundo Monetário Internacional (FMI), piorou mais uma situação já desastrosa: Não basta ser independente, precisa parecer independente.

Mas a sua mudança repentina de postura, logo após ir beijar mão no Palácio do Planalto, sedimentou a desconfiança que sempre o perseguiu desde que assumiu o cargo: a de que faz o que a presidente manda.

Baixar os juros para 7,25%?

Sim, senhora!

A reação sem pruridos de seus pares ontem dá a mostra do tamanho do erro que ele cometeu.

O ex-presidente do BC Gustavo Loyola tachou de “lamentáveis e inacreditáveis” os comentários feitos por Tombini na já histórica nota divulgada ontem. Os repórteres do Broadcast, por exemplo, ouviram palavrões de analistas ao tentar repercutir a nota do presidente do BC, tal a irritação do mercado com a mudança repentina de rumos.

O mais surpreendente desse episódio é que se Tombini tivesse sustentado desde a última reunião do Copom que é necessário manter os juros inalterados para evitar maior sacrifício à atividade econômica, o mercado teria compreendido, mesmo que alguns argumentassem o contrário. Tecnicamente, há entre os que são contrários à alta de juros economistas respeitados e com argumentos sólidos.

Mas não.

A primeira bandeira a ser defendida por Tombini para guiar as expectativas para a alta dos juros – e um aperto de 0,50 ponto – é a de que o Brasil não se encontra numa situação de dominância fiscal e que os juros ainda são instrumento eficaz no combate à inflação e no controle das expectativas inflacionárias.

Basta, então, Tombini ser um economista academicamente reconhecido e com trabalhos em áreas importantes, como o de regime de metas de inflação, para ser um bom banqueiro central?

Não. Porque na questão de comunicação não há livro-texto que ensine um bom desempenho. Somente na prática, como outros banqueiros centrais estão sentindo na pele, como a Janet Yellen, do Federal Reserve (Fed).

Assim, independentemente do que o Copom decidir nesta quarta-feira, a comunicação de Alexandre Tombini fracassou. E daqui em diante

surtirá um efeito bem menos potente para controlar as expectativas inflacionárias. (Estadão 20 de janeiro de 2016)

Opiniões circulada em jornais da época em momento posterior a reunião:

BASTIDORES: Parte do Copom avalia que inflação é risco real e concreto

O risco externo pode até existir, mas ainda está no campo hipotético, segundo essas avaliações.

O comunicado do Banco Central, distribuído ontem após a reunião do colegiado, mostra que a maioria dos membros do Copom votou pela estabilidade da Selic temerosa dos efeitos que o Brasil pode sofrer com o aumento dos riscos externos.

Mas para a minoria do colegiado, a inflação é um risco real e concreto. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) fechou o ano passado em 10,67%, bem acima do teto da meta de 6,5%, obrigando o Banco Central a escrever uma carta aberta ao ministro da Fazenda, Nelson Barbosa. Por isso, seria preciso agir já e aumentar a taxa Selic o quanto antes, na visão dessa minoria.

A percepção é de que pode ser perigoso deixar de agir para resolver um problema real – e que está piorando – para atender o que é ainda uma possibilidade. Dentro do Banco Central, existem defensores já há algum tempo de que não existe relação entre deixar o quadro inflacionário piorar para beneficiar a atividade. Isso poderia ser até uma verdade no curto prazo e em situações normais, mas o cenário econômico atual não é de normalidade.

Dado que o quadro hoje é de excepcionalidade, usar as ferramentas possíveis para fazer a inflação cair – por meio da alta da Selic – é gerar uma queda dos prêmios de risco que estão embutidos na curva de juros e que estão elevados.

A melhor maneira de fazer essa inflação cair, para quem votou pela alta da Selic, é atuar principalmente pelo canal das expectativas, aí sim, levando efeitos benéficos para a atividade e o quadro fiscal.

No último Relatório de Mercado Focus, que conta com a participação de cerca de 120 instituições financeiras, a projeção para o IPCA deste ano subiu para 7,0% – acima do teto da meta de 6,5% – e a para a inflação de 2017 avançou de 5,2% para 5,4%, se distanciando ainda mais do centro perseguido pelo Banco Central de 4,5%. (Estadão 21 de janeiro de 2016)

Após Copom, aumenta a chance de a inflação atingir dois dígitos, diz ex-diretor do BC

Após a decisão do Comitê de Política Monetária (Copom) de manter a Selic estável, anunciada na noite de ontem, aumentaram as chances de a inflação atingir dois dígitos este ano, segundo o economista Alexandre Schwartzman, ex-diretor de Assuntos Internacionais do Banco Central e sócio da Schwartzman & Associados.

Para ele, a probabilidade de manter o IPCA dentro do limite da meta do Banco Central, de 6,5%, que já não era alta, praticamente desapareceu após a decisão de ontem.

"A chance de a inflação atingir algo perto de dois dígitos (8% ou 9%) este ano aumenta fortemente. Qualquer novo choque pode levar a inflação de 2016 a dois dígitos mais uma vez, enterrando qualquer sonho de que a inflação cairá para 4,5% em um horizonte razoável", diz em relatório. Schwartzman afirma que os historiadores podem lembrar da decisão de ontem do Copom como a pá de cal no regime de metas de inflação no Brasil.

O analista lembra que há 50 dias - desde a divulgação da ata da reunião de novembro - o BC vinha sinalizando que adotaria as medidas necessárias para assegurar o cumprimento das metas de inflação. Agora, no entanto, mudou o discurso, atribuindo a alteração principalmente a riscos externos.

"Mesmo que a queda nos preços do petróleo tenha acelerado mais recentemente, outros desdobramentos internacionais estão dados há algum tempo, ou seja, não existem surpresas nessa frente que poderiam justificar a repentina mudança de postura do BC, inclusive em relação à carta aberta divulgada 12 dias atrás", aponta.

Schwartzman afirma que uma interpretação mais "generosa" do comunicado do BC poderia indicar que a autoridade está esperando mais informações antes de embarcar em um novo ciclo de aperto. Entretanto, uma análise "menos benevolente" lembra os paralelos entre a decisão de ontem e a desastrosa mudança na postura da política monetária em 2011. Naquela ocasião, o BC também usou o cenário externo como justificativa para reduzir os juros. "Esse foi o evento que gerou a atual aceleração da inflação, já que baixar a Selic mesmo com a inflação subindo eventualmente prejudicou a credibilidade do BC, sem volta", escreve. (Estadão 21 de janeiro de 2016)

Adeus à convergência à meta em 2017

Eis o veredicto imediato da decisão do Copom de não subir a taxa básica de juros, que, embora possa ser defendida tecnicamente, gritava ingerência política da presidente Dilma Rousseff e do PT em cada palavra do comunicado que acompanhou o anúncio:

O dólar abriu os negócios desta quinta-feira a R\$ 4,1524, com alta de 1,28% sobre o fechamento da véspera, e o contrato futuro de juros com vencimento em janeiro de 2021 saltou 20 pontos-base para quase 17%. O sentimento na abertura dos negócios é: neste ano, a inflação deve superar em larga margem novamente o teto de 6,5% da meta oficial, como aconteceu em 2015.

E esqueça a convergência para o centro da meta, de 4,5%, tantas vezes prometida, em 2017.

Na mais recente pesquisa Focus, do Banco Central, a mediana das estimativas para o IPCA em 2016 foi revisada para cima pela terceira semana consecutiva para 7%. Já a estimativa de médio prazo do Top 5 (o grupo dos analistas que mais acertam a projeção para esse indicador) subiu para uma inflação de 7,54%.

Para 2017, a mediana das estimativas avançou para uma inflação de 5,40%.

Não será uma surpresa se houver, nas próximas semanas, uma deterioração mais significativa das expectativas inflacionárias.

Isso porque a confiança no trabalho do BC é parte importante das expectativas inflacionárias.

E nesse aspecto, esta gestão do BC perdeu a mão por completo.

Desde que a presidente Dilma assumiu o governo e nomeou Alexandre Tombini para comandar a autoridade monetária, o mercado já se frustrou com vários erros do BC ao longo do caminho.

Erros crassos de comunicação.

Todavia, era fácil Tombini e outros diretores do BC jogarem a culpa na política fiscal e na intervenção do ex-ministro da Fazenda Guido Mantega pelo seu fracasso em controlar a inflação e as expectativas inflacionárias.

Simplesmente, agora não dá mais para jogar a culpa nos outros.

A trapalhada na comunicação que antecedeu a esta decisão do Copom foi um divisor de águas.

Em conversa com esta coluna, um economista carioca definiu bem o sentimento de vários participantes do mercado: “Como presidente do BC, ele (Tombini) é um ótimo militante petista”.

Aliás, a primeira parte do comunicado que acompanhou a decisão do Copom lembra muito as desculpas de Dilma Rousseff durante a eleição presidencial para justificar a recessão brasileira:

“Avaliando o cenário macroeconômico, as perspectivas para a inflação e o atual balanço de riscos, e considerando a elevação das incertezas domésticas e, principalmente, externas...”

Incerteza domésticas?

Quais seriam essas novas incertezas que o Copom não soubesse delas ao longo do último ciclo desde a reunião anterior? A ameaça do impeachment? A desaceleração mais forte da atividade econômica?

Incerteza externas?

O temor de desaceleração forte da economia chinesa piorou os ânimos no mercado no início deste ano, mas desde agosto de 2015 que a situação da China está no radar de investidores e analistas.

A queda no preço do petróleo, de fato, foi bem mais acentuada nas últimas semanas do que o esperado, mas há vários analistas que acreditam que o preço dessa commodity esteja mais perto do “bottom”, ou seja, fundo do poço.

Aliás, uma desaceleração mais forte da China terá um impacto mais forte sobre o câmbio, provocando uma pressão de alta do dólar sobre o real.

E essa incerteza é claramente mais inflacionária do que desinflacionária.

Desenha-se assim um cenário já alertado quando Joaquim Levy deixou o comando do Ministério da Fazenda, substituído por Nelson Barbosa: Uma guinada heterodoxa da política econômica, com o retorno para os pilares da Nova Matriz Econômica.

E isso implica em alta no prêmio de risco dos ativos brasileiros, o que leva a mais inflação e, por tabela, queda nos juros reais se a taxa Selic fica parada.

Essa fatura já estamos pagando hoje: recessão e inflação alta. A ver qual será o preço da conta no futuro do que o BC decidiu fazer ontem. (Estadão 21 de janeiro de 2016)

A desmoralização do BC

Ao manter em 14,25% a taxa básica de juros, o Banco Central (BC) comprometeu sua credibilidade, o ativo mais importante da autoridade monetária. O presidente da instituição, Alexandre Tombini, terá muita dificuldade para contestar a humilhante versão corrente no mercado. Segundo todas as aparências, a decisão sobre os juros foi determinada pela presidente Dilma Rousseff, interessada em afrouxar a política econômica para reconquistar popularidade. Numa versão ainda mais desmoralizante, o episódio teria marcado uma vitória do ex-presidente Luiz Inácio Lula da Silva e da cúpula do PT. Até agora inúteis contra a Operação Lava Jato, as pressões do partido seriam muito eficazes quando aplicadas sobre o BC. (Estadão 22 de janeiro de 2016)

APÊNDICE 19 - REUNIÃO 203

Realizada em 30 de novembro de 2016, na gestão de Ilan Goldfajn, com decisão pela redução de 0,25% da taxa Selic (patamar de 12,75%). Choque contracionista:

19.1 Detalhamento da comunicação por parte do Banco Central

Banco Central ressalta possível revisão de projeções de atividade para baixo, com recuperação da atividade que "pode ser mais demorada e gradual que a antecipada previamente." (Comunicado 203 Banco Central do Brasil)

Reforça incertezas externas e aponta que:

Há elevada probabilidade de retomada do processo de normalização das condições monetárias nos EUA no curto prazo e incertezas quanto ao rumo de sua política econômica (Comunicado 203 Banco Central do Brasil)

Para inflação favorável acrescenta "mas também com sinais de desinflação mais difundida." (Comunicado 203 Banco Central do Brasil)

Projeções de inflação mais benignas do que anteriormente, com IPCA no centro da meta de 4,5%. Acrescenta em comunicado 203 que "o processo de aprovação e implementação das

reformas e ajustes necessários na economia é longo e envolve incertezas" como risco para cima para a inflação. Assim como falando sobre riscos para baixo acrescenta "a inflação tem se mostrado mais favorável no curto prazo, o que pode sinalizar menor persistência no processo inflacionário".

Sobre próximos passos:

O Comitê entende que a convergência da inflação para a meta de 4,5% no horizonte relevante para a condução da política monetária, que inclui os anos-calendário de 2017 e 2018, é compatível com um processo gradual de flexibilização monetária.

A magnitude da flexibilização monetária e a intensificação do seu ritmo dependerão das projeções e expectativas de inflação e da evolução dos fatores de risco mencionados acima. Nesse sentido, o Copom destaca que o ritmo de desinflação nas suas projeções pode se intensificar caso a recuperação da atividade econômica seja mais demorada e gradual que a antecipada. Essa intensificação do processo de desinflação depende de ambiente externo adequado. (Comunicado 203 Banco Central do Brasil)

Pontos relevantes em ata 203:

2. A economia segue operando com alto nível de ociosidade dos fatores de produção, refletido nos baixos índices de utilização da capacidade da indústria e, principalmente, na taxa de desemprego.

3. Após os recuos dos indicadores de atividade econômica relativos a agosto, a ausência de uma reversão nos meses seguintes torna menos provável o cenário em que esses movimentos refletiriam oscilações naturais da atividade econômica em torno de momentos de estabilização. Aumenta, portanto, a probabilidade de que a retomada da atividade econômica seja mais demorada e gradual que a antecipada previamente.

10. Os sinais de uma pausa, na margem, no processo de desinflação de alguns componentes do IPCA mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária persistem. A taxa de inflação desses componentes tem recuado quando avaliada em períodos de doze meses, mas a pausa persiste, na margem, em medidas mensais de inflação subjacente ajustadas para fatores sazonais. Isso poderia refletir uma maior resiliência da inflação, a despeito do elevado nível de ociosidade na economia.

11. Por outro lado, o processo contínuo de distensão do mercado de trabalho e a desaceleração significativa da atividade econômica tendem

a produzir desinflação que pode vir a ser mais intensa que a refletida nas expectativas de inflação medidas pela pesquisa Focus e nas projeções condicionais produzidas pelo Copom. De fato, a dinâmica mais favorável da inflação no período recente mostra sinais de desinflação mais difundida. É, portanto, razoável esperar que a atividade econômica aquém do esperado no curto prazo e a perspectiva de uma recuperação mais demorada e gradual reforcem esse processo. Uma outra consequência provável dessa conjuntura seria uma retomada mais célere do processo de desinflação, na margem, dos componentes do IPCA mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária a cuja pausa fez-se referência acima. (Ata 203 Banco Central do Brasil)

19.2 Opiniões imprensa

Opiniões circulada em jornais da época em momento anterior a reunião:

À espera do resultado do encontro do Comitê de Política Monetária (Copom), que começa amanhã, os economistas do mercado financeiro mantiveram a expectativa de que a Selic, hoje em 14,00% ao ano, passe por apenas mais uma redução de 0,25 ponto porcentual em 2016.

O Relatório de Mercado Focus trouxe que a mediana das previsões para a Selic no fim de 2016 permaneceu em 13,75% ao ano. Na prática, se confirmado, isso significará um corte igual ao promovido pelo BC em 19 de setembro (de 0,25 ponto porcentual). Há um mês, antes do "efeito Trump" sobre as perspectivas, os economistas esperavam que a Selic terminasse 2016 em 13,50%. Para o fim de 2017, a projeção do Focus seguiu em 10,75% ao ano, mesmo patamar de um mês atrás.

Na ata do último encontro do Copom, o colegiado do BC havia afirmado que cortes maiores da Selic dependerão da retomada da desinflação de serviços e de avanços no ajuste fiscal. Recentemente, já após a eleição de Donald Trump nos EUA, o presidente do Banco Central, Ilan Goldfajn, afirmou que a ata continua válida.

A Selic média de 2016 permaneceu em 14,16% ao ano. Para 2017, passou de 11,67% para 11,69% ao ano. Há um mês, a mediana das taxas médias projetadas para este e o próximo ano eram de 14,13% e 11,63%, nesta ordem.

Para o grupo dos analistas consultados que mais acertam as projeções (Top 5) de médio prazo, a taxa básica terminará 2016 em 13,75% ao ano, mesmo patamar previsto uma semana antes. Há um mês, a projeção era de 13,50% ao ano. Para o ano que vem, as estimativas do Top 5 seguiram em 11,25%, mesmo nível de um mês atrás.

Pelo documento, as estimativas para o Produto Interno Bruto (PIB) este ano passaram de retração de 3,40% para queda de 3,49%. Foi a oitava semana consecutiva de piora nas projeções de atividade para este ano. Há um mês, a perspectiva era de recuo de 3,30%. (Estadão 28 de novembro de 2016)

A maioria dos economistas e analistas tem duas convicções quando relê as atas do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central, responsável pelos rumos da taxa básica de juros (Selic). A ata explica a decisão de cada reunião do Copom e, na gestão de Ilan Goldfajn, vem deixando claro que o foco é levar a inflação a 4,5%, o centro da meta, em 2017. Diante disso, a primeira certeza é que, na reunião desta quarta-feira, 30, existe a forte tendência de que o corte, novamente, será de apenas 0,25 ponto percentual. Para a maioria, porém, a segunda certeza é que há espaço para o Copom acelerar essa queda, aplicando uma redução de 0,5 ponto percentual. Hoje, a Selic está em 14% ao ano.

Apesar da concordância de que deter a inflação é a prioridade, há quase um consenso de que a fraqueza da economia para sair da recessão e a piora de indicadores importantes, como emprego e renda, exigem um alívio mais rápido dos juros. O economista Sergio Vale, da MB Associados, por exemplo, faz um paralelo entre a postura do BC hoje com a da instituição em 2008. Naquele ano, lembra, a crise global jogou a economia para baixo, havia incerteza em relação aos impactos do câmbio na inflação e, por isso, o BC só começou a reduzir os juros no começo de 2009.

Para ele, há um ambiente similar agora, para justificar o conservadorismo, adicionando o fato de a inflação ter se mostrado resistente e a incerteza ter aumentado, com a eleição de Donald Trump e o agravamento da crise política no Brasil.

No entanto, Vale pondera: “Agora não há ataque especulativo, a essa altura o efeito Trump e a piora recente na política não são novidades e, na economia, temos uma recessão muito longa, de quase três anos, e a demora em reduzir os juros ainda pode acelerar o processo de falências e recuperações judiciais. Assim, haveria espaço para acelerar a queda, apesar de não acreditarmos que o BC fará isso agora”.

A economista-chefe da XP Investimento, Zeina Latif, segue na mesma linha, reforçando que os indicadores da economia estão piorando muito. Na sua avaliação, o resultado da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (Pnad Contínua), divulgada ontem, é “desastroso” no aspecto social. Não apenas porque o número de desempregados ultrapassou a casa de 12 milhões e porque no último ano quase 1,5 milhão engrossou as fileiras do chamado desalento – simplesmente desistiram de procurar trabalho.

Ela entende que o BC tem espaço para reavaliar a velocidade do corte. “Se aplicasse um corte de 0,5 ponto, o BC ainda sinalizaria que a economia segue para a normalidade – o conservadorismo pode realimentar a desconfiança e ter o efeito inverso ao esperado.”

‘Janela’. Para Evandro Buccini, economista da Rio Bravo Investimentos, outro componente que abre espaço para o BC acelerar a queda é a tramitação da chamada PEC do Teto, projeto que limita os gastos do governo federal. Buccini lembra que a tramitação superou as melhores expectativas e que a reforma da Previdência virá em seguida, com boas chances de que os itens mais importantes sejam aprovados. “O BC tem uma janela no fiscal para acelerar o corte da Selic.” Ele também projeta redução de 0,25 ponto, mas diz que “alimenta a esperança” de o BC acrescentar à sua análise os últimos indicadores –

incluindo o resultado do PIB, que será divulgado nesta quarta-feira e, ele estima, deve surpreender para pior.

No grupo que endossa uma redução mais conservadora dos juros está a economista Alessandra Ribeiro, da consultoria Tendência. Ela lembra que o BC estabeleceu o compromisso de colocar a inflação no centro da meta em 2017 e que agora precisa mirar nesse resultado, principalmente porque as projeções ainda não mostram que vai conseguir alcançar esse objetivo. (Estadão 30 de novembro de 2016)

Quando o IBGE divulgar o desempenho da economia brasileira no terceiro trimestre deste ano, com o consenso das estimativas de analistas prevendo uma contração ao redor de 0,9% do Produto Interno Bruto (PIB), o resultado provavelmente não será uma surpresa para quem acompanhou a piora considerável dos indicadores de atividade ao longo dos últimos três meses.

Todavia, se confirmada a expectativa de tamanho recuo na atividade econômica entre julho e setembro, o que seria a sétima retração consecutiva do PIB trimestral, analistas e investidores não terão mais como escamotear o choque de realidade sobre o estado de saúde do Brasil. Passada a euforia com o governo Michel Temer e a nomeação de uma competente equipe econômica, liderada por Henrique Meirelles (ministro da Fazenda) e Ilan Goldfajn (presidente do Banco Central), não há mais como negar que a recessão brasileira é muito mais profunda e complexa do que se imaginava e que a recuperação poderá ser bem mais lenta e vulnerável a tropeços do que se gostaria.

Nas últimas semanas, o mercado financeiro e o próprio governo vêm piorando as projeções do PIB para 2016 e 2017. Os analistas ouvidos pela pesquisa Focus, do BC, esperam agora uma queda de 3,49% do PIB neste ano e uma expansão de apenas 0,98% em 2017. No auge do otimismo com o governo Temer, a Focus chegou a mostrar uma projeção de recuo de 3,16% neste ano e um crescimento de 1,30% em 2017. Isso foi em boa parte alimentado pela melhora sensível dos índices de confiança de consumidores e empresários. O índice de confiança da indústria, por exemplo, atingiu em setembro o maior nível em mais de dois anos e o do consumidor subiu ao maior patamar desde janeiro de 2015. Essa melhora refletia apenas um otimismo maior em relação ao futuro da economia brasileira sob a gestão Temer, embora o componente dos índices de confiança sobre a situação atual seguiu ruim. Eis que a realidade passou a afetar a expectativa futura e os índices de confiança voltaram a cair. O do consumidor recuou em novembro pela primeira vez desde que Temer assumiu o comando do País no lugar de Dilma Rousseff. Além dos resultados abaixo do esperado dos indicadores de atividade econômica, como vendas no varejo e produção industrial, a crise política que se abateu sobre o governo Temer mina a esperança de uma retomada mais rápida da economia.

O Ministério da Fazenda já reviu para baixo sua expectativa de crescimento do PIB em 2017, de 1,6% para 1%. Até agosto, esperava-se que a melhora na confiança traria de volta os investimentos e, por tabela, um aquecimento do consumo. Para o resultado negativo do terceiro trimestre, a fraqueza da indústria será um dos principais fatores.

Depois de ter crescido levemente no segundo trimestre, a produção industrial voltou a recuar entre julho e setembro, ainda sentindo os efeitos de crédito bancário mais restrito e perda de fôlego das exportações. Pelo lado da demanda, os investimentos devem registrar um tombo no terceiro trimestre.

O preocupante, olhando para frente, é que não se vislumbra um catalisador para deflagrar a retomada da economia num ritmo acelerado, quer seja pelo consumo das famílias ou do governo, quer seja pelo investimento ou exportações. Não à toa os olhos se voltam para o Banco Central na esperança de que cortes dos juros básicos possam injetar estímulo suficiente à atividade econômica.

Espera-se uma redução de 0,25 ponto percentual, para 13,75% ao ano, pelo Comitê de Política Monetária (Copom) hoje. E que esses cortes se acelerem em 2017. Mas quanto a redução dos juros pode fazer diferença na expansão do crédito num momento em que o endividamento de empresas e consumidores já se encontra elevado? Certamente, juros menores devem aliviar a crise, mas o BC não pode ser visto como o salvador da pátria. Enquanto não se aprovarem reformas necessárias, como a da Previdência, o humor em relação ao Brasil dificilmente melhorará. (Estadão 30 de novembro de 2016)

Opiniões circulada em jornais da época em momento posterior a reunião:

O Banco Central decidiu nesta quarta-feira, 30, cortar a taxa básica de juros da economia, a Selic, em 0,25 ponto percentual, para 13,75% ao ano. É o segundo corte dessa magnitude desde a reunião de outubro, quando a autoridade monetária começou a reduzir a taxa de juros. A decisão foi unânime e já era amplamente esperada pelo mercado financeiro.

No comunicado divulgado após a decisão, o BC destaca que a economia mostrou-se mais fraca do que o esperado no curto prazo e que o ritmo de queda da inflação pode se intensificar se a retomada demorar mais para ocorrer. Por outro lado, a autoridade ressalta que há sinais de resistência na inflação de serviços.

O grande divisor de águas para definir as expectativas para o Copom deste mês foi a eleição do empresário Donald Trump para a presidência dos Estados Unidos. Até ser conhecido esse resultado inesperado, os analistas estavam mais divididos sobre a manutenção ou aceleração do ritmo de corte da Selic. Mas a incerteza gerada nos mercados diante da vitória de Trump deslocou a quase totalidade das apostas para uma nova redução de 0,25 ponto na taxa básica de juros.

A avaliação é que a indefinição sobre as futuras políticas econômicas que serão promovidas pelo presidente nos EUA eleito exige cautela. Isto porque as ações expansionistas que Trump prometeu durante a campanha podem provocar fuga de ativos de países emergentes, depreciando o câmbio e, conseqüentemente, impactando para cima a inflação. Logo nos dias seguintes ao anúncio da vitória de Trump, essa expectativa levou o dólar a bater R\$ 3,50 na máxima intraday.

Além disso, contribuiu para a percepção de queda de 0,25 ponto porcentual na Selic, segundo os especialistas, o tom bastante cauteloso que o Banco Central tem demonstrado em suas comunicações, ainda temeroso com o ritmo de convergência da inflação à meta de 4,5% em 2017, apesar do arrefecimento dos preços nos últimos meses.

Os analistas ainda destacam o comportamento da inflação de serviços, que tem sido um dos principais alvos do BC, uma vez que a autoridade monetária tem citado repetidamente a preocupação com a velocidade de desaceleração desses preços mais sensíveis à atividade econômica e à política monetária. (Estadão 30 de novembro de 2016)

Os diretores do Banco Central, reunidos no Comitê de Política Monetária (Copom), resistiram às pressões do mercado financeiro e foram cautelosos no corte da taxa básica de juro, na última reunião de 2016, nesta quarta-feira. Mesmo diante de um aprofundamento da recessão, no terceiro trimestre do ano, e das projeções de retomada mais lenta e mais tímida da economia, em 2017, evitaram acelerar para 0,5 ponto porcentual a redução da taxa Selic. Por unanimidade, preferiram um corte de 0,25 ponto — de 14% ao ano para 13,75%.

As incertezas do ambiente externo, com clara concentração na expectativa de que os juros de referência, nos Estados Unidos, comecem a subir antes do fim do ano, parecem ter sido determinantes da decisão do Copom. O comunicado emitido no encerramento do encontro destaca, logo no primeiro item da lista de riscos para a inflação, “o possível fim do interregno benigno para economias emergentes”. O fato seria consequência da “elevada probabilidade” de retomada do “processo de normalização das condições monetárias nos Estados Unidos — ou seja, de altas nas taxas de referência, no mercado americano.

Traduzido do “coponês” — idioma do Copom agora simplificado na comunicação do BC com o público, mas ainda fortemente presente —, altas de juros nos EUA teriam a capacidade de aspirar para os Estados Unidos recursos financeiros mantidos em mercados emergentes, o que exerceria pressão desvalorizadora sobre a taxa de câmbio e, na volta do parafuso do processo, pressões sobre os índices de inflação. É que, em regimes de câmbio flutuante, estabelece-se um sistema de vasos comunicantes entre taxas de juros e taxas de câmbio. Esse sistema funciona de tal modo que, quando as taxas de juros sobem — ou caem mais lentamente —, as taxas de câmbio valorizam ou desvalorizam mais devagar.

Ao reconhecer, contudo, tendência deflacionária nos preços, em linha com uma atividade econômica fraca e um nível alto de ociosidade, o Copom, em seu comunicado, fornece uma chave que pode ser entendida como um sinal preliminar de que se prepara para novos e mais agressivos cortes nos juros básicos. Analistas consideram que, já no início de 2017, os cortes nos juros serão de 0,5 ponto, de tal forma que, no fim do ano, a taxa básica esteja se situe nas vizinhanças de 10% — cerca de 5%, em termos reais, contra atuais mais de 7%.

Contribui para a perspectiva de aceleração do passo na redução dos juros básicos, na direção desejada pelos ansiosos representantes do

mercado financeiros, daqui para frente, a crença, também destacada no comunicado desta quarta-feira, de que os ajustes e reformas da economia poderão ser mais rápidos. (Estadão 30 de novembro de 2016)

APÊNDICE 20 - REUNIÃO 214

Realizada em 16 de maio de 2018, na gestão de Ilan Goldfajn, com decisão pela manutenção da taxa Selic (patamar de 6,50%). Choque contracionista:

20.1 Detalhamento da comunicação por parte do Banco Central

Parágrafos novos em comunicado:

O Copom entende que deve pautar sua atuação com foco na evolução das projeções e expectativas de inflação, do seu balanço de riscos e da atividade econômica. Choques externos devem ser combatidos apenas no impacto secundário que poderão ter na inflação prospectiva (i.e. na propagação a preços da economia não diretamente afetados pelo choque). Esses choques, entretanto, podem alterar o balanço de riscos ao reduzir as chances de a inflação ficar abaixo da meta no horizonte relevante, por meio de seus possíveis efeitos secundários.

Na avaliação do Copom, a evolução do cenário básico e, principalmente, do balanço de riscos tornou desnecessária uma flexibilização monetária adicional para mitigar o risco de postergação da convergência da inflação rumo às metas. Para as próximas reuniões, o Comitê vê como adequada a manutenção da taxa de juros no patamar corrente. O Copom ressalta que os próximos passos da política monetária continuarão dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação. (Comunicado 214 Banco Central)

Pontos relevantes em ata 203:

11. Os membros do Comitê debateram a evolução da atividade econômica à luz das informações disponíveis. Concordaram ter havido arrefecimento, na margem, no ritmo de atividade econômica. Esse movimento ocorre em meio a processo de recuperação consistente, mas em ritmo gradual, da economia brasileira. Nesse contexto, entendem que, à medida que a atividade econômica se recupera, a inflação tende a voltar gradualmente para a meta. E reiteraram a visão de que, em decorrência dos níveis atuais de ociosidade na economia, revisões marginais na intensidade da recuperação não levariam a revisões materiais na trajetória esperada para a inflação.

12. No que tange à conjuntura internacional, os membros do Comitê ponderaram que o cenário se tornou mais desafiador. O risco de

normalização mais acelerada nos níveis de taxas de juros em algumas economias avançadas produziu ajustes em preços de ativos e volatilidade nas condições financeiras no mercado internacional. O cenário básico contempla normalização gradual da política monetária nos países centrais, mas depende da trajetória prospectiva da inflação de preços e salários nessas economias. Os membros do Comitê mencionaram também os riscos geopolíticos e aqueles associados à continuidade da expansão do comércio internacional, com possíveis impactos sobre o crescimento global. Nesse contexto, os membros do Copom voltaram a destacar a capacidade que a economia brasileira apresenta de absorver revés no cenário internacional, devido à situação robusta de seu balanço de pagamentos e ao ambiente com inflação baixa, expectativas ancoradas e perspectiva de recuperação econômica. Não obstante, os membros do Copom ponderaram sobre os riscos gerados por possível continuidade da reversão do cenário para economias emergentes num contexto de frustração das expectativas sobre as reformas e ajustes necessários na economia brasileira. Nesse contexto, argumentam que, caso a evolução do cenário externo venha a produzir mudanças de preços relativos, seu impacto sobre a política monetária será delimitado por seus efeitos secundários sobre a inflação (i.e. efeitos sobre os preços da economia não diretamente associados ao choque).

13. Os membros do Copom analisaram a trajetória da inflação ao longo deste e dos próximos anos. Todos concordaram que o comportamento da inflação permanece favorável, com diversas medidas de inflação subjacente em níveis ainda baixos, inclusive os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária. Debateram também em que medida suas trajetórias são compatíveis com a convergência da inflação em direção às metas no horizonte relevante para a política monetária. De um lado, a permanência de medidas de inflação subjacente em patamares baixos constitui risco baixista para a trajetória prospectiva para a inflação. De outro lado, permanece a expectativa de que a recuperação da atividade econômica contribua para elevação da inflação subjacente rumo às metas no horizonte relevante. Além disso, persistem os riscos associados à continuidade da reversão do cenário para economias emergentes num contexto de frustração das expectativas sobre as reformas e ajustes necessários na economia brasileira. O Copom entende que a evolução recente dessas dimensões em conjunto resultou em mitigação do risco de postergação da convergência da inflação rumo às metas.

15. O Comitê reiterou o entendimento de que, com expectativas de inflação ancoradas, eventuais choques que produzam ajustes de preços relativos devem ter apenas seus efeitos secundários combatidos pela política monetária. O Copom destaca que sua reação a possíveis mudanças de preços relativos será simétrica, ou seja, a política monetária seguirá os mesmos princípios tanto diante de choques inflacionários (como no caso de um choque externo que produza

depreciação cambial) quanto desinflacionários (como no caso de um choque favorável nos preços de alimentos).

16. Estabelecido de que forma a política monetária deve reagir a choques que produzam ajustes de preços relativos, os membros do Comitê discutiram o grau de repasse cambial na economia brasileira. Concluíram que a intensidade do repasse depende de vários fatores, como, por exemplo, do nível de ociosidade da economia e da ancoragem das expectativas de inflação. O Comitê decidiu acompanhar as diferentes medidas de repasse cambial tanto para a inflação quanto para medidas de inflação subjacente.

21. Avaliou-se também o fato de que a comunicação recente de membros do Copom parecia ter sido interpretada por parte do público como indicativa de decisão na direção de uma redução adicional da taxa de juros. Ao final, prevaleceu o entendimento de que focar na melhor decisão possível dado o conjunto de informações disponíveis no momento resulta, ao longo do tempo, em maior credibilidade para a política monetária. (Ata 214 Banco Central do Brasil)

20.2 Opiniões imprensa

Opiniões circulada em jornais da época em momento anterior a reunião:

Após um longo período de tranquilidade, a volatilidade tomou conta do mercado financeiro internacional nos últimos dois meses. O efeito inflacionário decorrente do esperado aumento do déficit público nos Estados Unidos, os sinais de aumento do protecionismo do governo americano, o crescente risco de uma guerra comercial e a disputa por hegemonia econômica e política entre os Estados Unidos e a China estão na origem deste fenômeno.

Este cenário aumenta a probabilidade de que o Federal Reserve (o banco central americano) acelere o processo de normalização da política monetária, com aumentos maiores do que o esperado da taxa básica de juros, o que gerou um aumento generalizado das taxas de juros no país. O resultado é forte valorização do dólar principalmente, mas não apenas, em relação às moedas dos países emergentes, inclusive o Brasil. Nos últimos dois meses, o real desvalorizou mais de 10% em relação ao dólar.

Historicamente, no Brasil, sempre que ocorre forte desvalorização da moeda, esta desvalorização é repassada aos preços internos, o que pressiona a taxa de inflação e força o Banco Central a aumentar a taxa de juros. O aumento da taxa de juros reduz o nível de atividade e, desta forma, mantém a taxa de inflação sob controle. (Estadão 12 de maio de 2018)

A forte valorização do dólar, que poderá trazer efeitos negativos para a inflação, não desencorajou a aposta do mercado financeiro de que a taxa

básica de juros, a Selic, passará por novo corte. Com o dólar mais alto, produtos importados ficam mais caros pesando na inflação e, para neutralizar esse efeito, em vez de cortar, as autoridades monetárias poderiam elevar os juros.

A decisão será do Comitê de Política Monetária (Copom), do Banco Central, e será conhecida no dia 16, no fim da reunião de dois dias que começa amanhã, terça-feira. A expectativa é que a Selic recue do atual nível de 6,50% ao ano para 6,25%, um corte de 0,25 ponto percentual que encerraria o ciclo de redução do juro básico iniciado em outubro de 2016.

A queda da Selic, que recuou de 14,25% para 6,50% nesse período, é apontada como um dos fatores de alta do dólar. Com a queda do rendimento das aplicações de renda fixa, na esteira da queda do juro básico doméstico, investidores têm migrado para os títulos de renda fixa americanos, atraídos pela perspectiva de elevação dos juros nos EUA. A conversão de reais para dólares, que serão aplicados lá fora, aumenta a demanda pela moeda americana e pressiona sua cotação para cima. (Estadão 14 de maio de 2018)

Em um cenário de recuperação lenta da atividade e inflação baixa, o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central inicia nesta terça-feira, 15, sua reunião de dois dias para decidir o novo patamar do juro básico no Brasil. A expectativa da maioria dos economistas do mercado financeiro é de que a taxa Selic, hoje em 6,50% ao ano, caia mais 0,25 ponto percentual na quarta-feira, 16, para 6,25% ao ano. Se confirmado, este será o menor valor da história para a taxa básica.

A continuidade do movimento de corte de juros pelo Copom, iniciado em outubro de 2016, responde ao fato de os preços estarem controlados no País e a economia ainda não ter deslanchado. O Relatório de Mercado Focus, que compila as projeções do mercado financeiro para os principais indicadores econômicos, mostrou nesta segunda-feira, 14, que o IPCA – o índice oficial de inflação – deve encerrar 2018 com taxa de 3,45%.

Como a meta perseguida pelo BC para este ano é de inflação de 4,5%, com margem de tolerância de 1,5 ponto percentual (IPCA entre 3% e 6%), os dados sugerem espaço para a instituição reduzir a Selic ainda mais. Ao mesmo tempo, o Focus mostra que a projeção para o Produto Interno Bruto (PIB) de 2018 é de alta de 2,51% – um percentual inferior aos 2,71% de um mês atrás e aos 3% que vinham sendo esperados pelo próprio governo.

A disparada mais recente do dólar ante o real, verificada a partir de abril, é um fator que tende a pesar menos, em um primeiro momento, nas decisões do BC sobre a Selic. Os economistas lembram que, apesar de a moeda americana ter se valorizado cerca de 10% desde o fim de março, as expectativas para a inflação pouco mudaram. (Estadão 15 de maio de 2018)

Opiniões circulada em jornais da época em momento posterior a reunião:

Em meio à disparada do dólar ante o real nas últimas semanas, o Banco Central surpreendeu o mercado financeiro e interrompeu o ciclo de cortes de juros no Brasil, iniciado em outubro de 2016.

O Comitê de Política Monetária (Copom) do BC anunciou nesta quarta-feira, 16, a manutenção da Selic (a taxa básica da economia) em 6,5% ao ano. Foi a primeira manutenção após 12 decisões consecutivas de corte. A instituição também deixou claro que, nos próximos meses, manterá a Selic no nível atual.

O anúncio contrariou a maior parte dos economistas do mercado, que esperavam por um último corte da Selic. De 55 instituições financeiras consultadas pelo Projeções Broadcast, 53 projetavam corte de 0,25 ponto porcentual, para 6,25% ao ano, enquanto apenas duas – o Bank of America Merrill Lynch e a Flag Asset – esperavam pela manutenção da taxa.

A decisão do Copom surpreendeu inclusive porque, nas últimas semanas, o presidente do BC, Ilan Goldfajn, manteve a ênfase na inflação e na atividade como os principais fatores de influência sobre a política monetária.

Em 8 de maio, último dia antes de os dirigentes do BC entrarem no período de “silêncio do Copom”, quando não são mais feitas declarações públicas sobre juros, Goldfajn havia repisado, em entrevista à GloboNews, que o Banco Central, “num regime de metas de inflação, olha para inflação, atividade; é isso o que importa na decisão”.

A decisão sobre a Selic surpreendeu não apenas porque a comunicação anterior do BC apontava para novo corte de juros, mas também porque a atividade econômica segue fraca e a inflação está em níveis baixos. Na manhã de ontem, o próprio BC informou que seu Índice de Atividade (IBC-Br) havia recuado 0,13% no primeiro trimestre do ano, ante o quarto trimestre de 2017. Além disso, o dado mais recente do IPCA – o índice oficial de inflação – aponta taxa inferior a 3% no acumulado de 12 meses. (Estadão 16 de maio de 2018)

O juro básico chegou ao térreo antes do previsto e parou em 6,5% ao ano, na reunião do Copom desta quarta-feira — encerrando um ciclo de 12 reduções consecutivas desde outubro de 2016, que levou a taxa Selic para o nível mais baixo desde 1996. Segundo as apostas da maior parte do mercado, haveria um novo e último corte, de 0,25 ponto. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central, o IBC-Br de março, também divulgado hoje, mostrou uma queda de 0,74% no mês e de 0,13% no trimestre, bem abaixo das expectativas do mercado.

Apesar da persistência da inflação em nível inferior à meta oficial e da atividade econômica morna, tudo indica que o Banco Central rendeu-se aos temores de agravamento da instabilidade do cenário externo, que se reflete na escalada do dólar — contrariando, inclusive, a leitura que boa parte dos analistas fez da fala do próprio presidente do BC, Ilan Goldfajn, há poucos dias. É certo que o Brasil não é a Argentina, mas, por via das dúvidas...

Até alguns meses atrás, o roteiro para 2018 era bem diferente. Chegou-se a imaginar uma estabilização da taxa Selic em 7%, depois em 6,5%

e por fim em 6,25%, e um crescimento do PIB de 3% e até mais. Para as aspirações eleitorais do governo, esse cenário era visto como favorável. Embora a população em geral desconfie da queda dos juros — até porque, na ponta, as taxas continuam nas alturas —, uma melhora da atividade econômica, com reflexos no mercado de trabalho, poderia ser utilizada como peça de campanha dos candidatos próximos ao Planalto. Por esse raciocínio, haveria, perto das eleições, um reconhecimento efetivo, por parte dos cidadãos comuns, de que a economia estava na trilha firme da retomada.

O comportamento da economia, porém, está fugindo a esse roteiro. A queda da taxa Selic, estancada na reunião desta quarta-feira, não foi acompanhada nas mesmas proporções pelos juros do dia a dia. E, mesmo com as esperanças depositadas no cadastro positivo e outras medidas particulares adotadas pelo BC, tudo leva a crer que a concentração bancária tão cedo não deverá permitir uma mudança significativa nesse quadro. Pior: as dúvidas a respeito dos juros, agora, concentram-se em quando haverá a volta do parafuso. Ou seja, quando a Selic voltará a subir, mesmo que pouco.

Quanto ao andamento da economia, já se vê, pelas projeções dos analistas, que o clima esfriou mesmo. A expectativa é que o PIB do primeiro trimestre, a ser anunciado daqui a duas semanas, não vá além de um modesto 0,5%. Mais para estabilidade do que para crescimento. Por isso, já está em curso uma rodada de revisões de estimativas para o ano. Quem falava em 3% já passou para 2,5% e quem estava nessa posição, recuou para mais perto de 2%. Ou seja, antes mesmo que a retomada fosse percebida pela população, ela já perdeu o fôlego. (Estadão 16 de maio de 2018)

APÊNDICE 21 - REUNIÃO 224

Realizada em 31 de julho de 2019, na gestão de Roberto Oliveira Campos Neto, com decisão pela redução de 0,50% da taxa Selic (patamar de 6,00%). Choque expansionista:

21.1 Detalhamento da comunicação por parte do Banco Central

Em relação ao comunicado anterior, sobre atividade, o comitê passa a observar um início de retomada, mudando de um tom em que os indicadores recentes de atividade indicavam interrupção da retomada, para agora falar em "sugerem possibilidade de retomada do processo de recuperação" (Comunicado 224 Banco Central do Brasil) ainda que ela seja lenta e exista muita ociosidade na economia.

Expectativa de inflação com ajuste marginal para baixo.

Aponta para um novo ajuste na próxima reunião "O Comitê avalia que a consolidação do cenário benigno para a inflação prospectiva deverá permitir ajuste adicional no grau de estímulo." (Comunicado 224 Banco Central do Brasil)

Observação: Reunião sem Tiago Couto Berriel e com Fernanda Feitosa Nechio.

Pontos relevantes em ata 224:

12. Os membros do Copom avaliaram a evolução da atividade econômica à luz dos indicadores e informações disponíveis. Concluíram que os dados sugerem possibilidade de retomada do processo de recuperação da economia brasileira, que tinha sido interrompido nos últimos trimestres. O Comitê estima que o Produto Interno Bruto (PIB) deve ficar estável ou apresentar ligeiro crescimento no segundo trimestre, com alguma aceleração nos trimestres seguintes, que deve ser reforçada pelos estímulos decorrentes da liberação de recursos do FGTS e PIS-PASEP. Não obstante essa aceleração esperada, o cenário básico do Copom supõe que o ritmo de crescimento subjacente da economia, que exclui os efeitos de estímulos temporários, será gradual.

13. Os membros do Copom avaliaram também a evolução de indicadores de condições financeiras e concluíram que houve distensão relevante nos meses recentes. O Comitê atribui esse movimento basicamente às expectativas de ajuste no grau de estímulo da política monetária, à evolução benigna das condições financeiras nos mercados globais e às perspectivas de melhoria dos fundamentos da economia brasileira decorrentes do progresso na agenda de reformas e ajustes necessários na economia. Essa distensão vem se refletindo tanto em preços de ativos quanto na dinâmica dos mercados de crédito e de capitais. (Ata 224 Banco Central do Brasil)

Provisão de estímulos no exterior parecem mais consolidados na visão desta ata:

16. No que tange à conjuntura internacional, os membros do Copom ponderaram que o cenário evoluiu de maneira benigna. Bancos centrais de diversas economias, incluindo algumas centrais, proveram estímulos monetários adicionais, o que contribuiu para afrouxamento das condições financeiras globais. Não obstante essa melhora, os membros do Copom avaliam que os riscos associados a uma desaceleração da economia global permanecem e que incertezas sobre políticas econômicas e de natureza geopolítica – notadamente as disputas comerciais e tensões geopolíticas – podem contribuir para um crescimento global ainda menor. Diante dos riscos ainda presentes no cenário externo, os membros do Copom voltaram a destacar a capacidade que a economia brasileira apresenta de absorver revés no cenário internacional, devido ao seu balanço de pagamentos robusto, à ancoragem das expectativas de inflação e à perspectiva de continuidade

das reformas estruturais e de retomada do processo de recuperação econômica. (Ata 224 Banco Central do Brasil)

Sobre inflação:

17. Os membros do Copom discutiram as projeções recentes para a inflação e os níveis de diversas medidas de inflação subjacente. Avaliaram que estas últimas encontram-se em níveis confortáveis. No horizonte relevante para a política monetária, que inclui o ano-calendário de 2020, os cenários com taxas de juros constantes em 6.50% a.a. produzem inflação abaixo da meta para 2020, enquanto os cenários com trajetória de juros extraída da pesquisa Focus, que embutem ajustes adicionais no grau de estímulo monetário, produzem inflação em torno da meta. (Ata 224 Banco Central do Brasil)

Parágrafos novos 21, 22 e 25. Comunicação importante na Ata sobre reforma da previdência e próximos passos:

21. Na visão do Copom, a taxa de juros estrutural da economia brasileira embute dois componentes: taxa estrutural livre de risco e prêmio de risco. Reformas e outras mudanças no ambiente econômico podem afetar a taxa estrutural de maneiras distintas, dependendo de seus efeitos sobre esses dois componentes. O componente livre de risco depende dos determinantes estruturais do consumo e poupança, de um lado, e do investimento, de outro. Por meio desse componente, fatores que aumentam de maneira persistente a disposição de investir pressionam a taxa de juros estrutural da economia para cima. Entretanto, esses mesmos fatores podem contribuir para redução da taxa estrutural por meio da queda do prêmio de risco se implicarem aumento do potencial de crescimento da economia e, portanto, maior sustentabilidade da política fiscal.

22. A reforma da Previdência, ao adequar as regras para aposentadoria à estrutura e dinâmica demográficas do país, reduz o ritmo de crescimento dos gastos do governo, aumentando a poupança pública. Além disso, gera incentivos para aumento da taxa de poupança por parte da população, visando sustentar um certo padrão de consumo após a aposentadoria. Por esses canais, a reforma contribui para redução do componente livre de risco da taxa de juros estrutural da economia brasileira. A reforma da Previdência também reduz o componente de prêmio de risco da taxa de juros estrutural, posto que com ela melhoram as perspectivas de sustentabilidade fiscal. Por outro lado, a reforma induz aumento da oferta de trabalho e tende a estimular investimentos privados ao reduzir incertezas sobre aspectos fundamentais da economia brasileira. Considerando apenas esses dois últimos canais, a reforma tenderia a elevar a taxa de juros estrutural. Não obstante a complexidade dos canais pelos quais a reforma da Previdência pode

influenciar a taxa de juros estrutural da economia brasileira, quando se considera o seu efeito líquido, o Copom entende que a reforma contribui para redução gradual da taxa de juros estrutural da economia.

25. O Copom debateu, então, a conveniência de oferecer alguma perspectiva sobre possíveis cenários para a política monetária. Decidiu comunicar sua avaliação de que a consolidação do cenário benigno para a inflação prospectiva deverá permitir ajuste adicional no grau de estímulo monetário. Tendo em vista sua preferência por explicitar condicionalidades sobre a evolução da política monetária, o que melhor transmite a racionalidade econômica que guia suas decisões, o Copom julgou ser fundamental enfatizar que a comunicação dessa avaliação não restringe sua próxima decisão e reiterar que os próximos passos da política monetária continuarão dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação. (Ata 224 Banco Central do Brasil)

21.2 Opiniões imprensa

Opiniões circulada em jornais da época em momento anterior a reunião:

No Brasil, o foco fica no desfecho da reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central, no mesmo dia do Fed, na quarta-feira. O mercado está dividido entre corte de 0,25 ponto porcentual e de 0,50 ponto porcentual da Selic, a taxa básica de juros, que atualmente está em 6,50% ao ano, seu nível mais baixo. (Estadão 29 de julho de 2019)

Com a inflação sob controle e a aprovação da reforma da Previdência em primeiro turno na Câmara, a maior parte do mercado financeiro espera por uma redução da taxa, atualmente em 6,5% ao ano. A dúvida é se o BC optará por um corte de 0,25 ou de 0,50 ponto porcentual.

Em sua reunião de junho, o Comitê de Política Monetária (Copom) do BC já havia indicado que, caso a Previdência avançasse na Câmara, a Selic poderia cair. Isso porque a aprovação da reforma abre espaço para um reequilíbrio das contas públicas, reduzindo o risco de a inflação voltar a acelerar.

Consenso sobre a redução da taxa de juros

“Acho que é hora de cortar juros”, avalia o ex-presidente do Banco Central e diretor do Centro de Economia Mundial da Fundação Getúlio Vargas (FGV), Carlos Langoni. “A inflação corrente está baixa e a atividade econômica está rodando abaixo das expectativas. E o mais importante: a reforma da Previdência está praticamente definida”, justifica.

Economistas ouvidos pelo Estadão/Broadcast afirmaram que, embora o projeto de reforma ainda possa ser alterado, a percepção é de que o texto será aprovado no segundo semestre e algum ajuste será feito nas contas

públicas. Pelo texto atual, a economia com a reforma seria de R\$ 933,5 bilhões em dez anos.

Neste cenário, de 55 instituições financeiras consultadas pelo Projeções Broadcast, 51 esperam pelo corte dos juros na noite desta quarta e apenas 4 projetam estabilidade. Entre aquelas que preveem juros menores, 27 aguardam corte de 0,25 ponto percentual (6,25% ao ano) e 24 apostam em 0,50 ponto (6%).

Em qualquer caso, será o menor patamar da história. “Em geral, os bancos centrais começam novos ciclos de corte com medidas mais conservadoras. Acredito em corte de 0,25, e não de 0,50”, disse o economista-chefe do Haitong Banco de Investimento Brasil, Flávio Serrano. Para ele, o BC tende a adotar um corte total de 1 ponto percentual dos juros nos próximos meses, até 5,50% ao ano, o que conduziria a inflação em 2020 para perto de 4%.

Nos Estados Unidos, o Federal Reserve (Fed, o banco central americano) deve reduzir os juros pela primeira vez desde a crise de 2008. Espera-se uma queda também de 0,25 ponto-base, para 2,25% ao ano, respondendo assim a uma demanda do presidente Donald Trump. A redução dos juros não tem efeito imediato na economia. “Do começo da crise até agora o Brasil já derrubou a Selic de 14,25% para 6,5% ao ano e a economia está praticamente parada. E 0,25 ponto ou 0,50 ponto não vão mudar as coisas”, afirma a economista-chefe do XP Investimentos, Zeina Latif. (Estadão 31 de julho de 2019)

O mercado chega à decisão do Copom hoje com baixa visibilidade: o Banco Central apenas deixou a porta aberta para um corte de juros, mas não deu nenhuma pista sobre o ritmo dessa redução, se 0,25 ponto ou 0,50 ponto percentual, tampouco sobre o tamanho total do iminente ciclo de afrouxamento monetário.

Como há razões técnicas para justificar qualquer decisão, o Copom tem a liberdade de ser mais agressivo ou mais comedido ao iniciar o ciclo de corte de juros sem colocar em xeque sua credibilidade.

Isso porque, mesmo depois da votação em primeiro turno na Câmara dos Deputados da reforma da Previdência, cuja aprovação é tida como essencial para o início do afrouxamento monetário, o BC nem sequer endossou as expectativas de que uma redução da taxa Selic era dada como garantida nesta semana.

É, contudo, inegável que são cada vez maiores as condições para o Copom fazer um primeiro corte de 0,50 ponto. A inflação segue surpreendendo para baixo; as expectativas inflacionárias estão bem ancoradas, até pelo menos 2022; e a atividade econômica está bem aquém do esperado.

O IPCA-15 de agosto, por exemplo, subiu 0,09% em julho, abaixo da mediana das expectativas dos analistas, que previam uma alta de 0,13%. Em 12 meses, o índice acumulou alta de 3,27%, bem abaixo da meta de inflação do BC para 2019, de 4,25%. Mais importante ainda é que todos os núcleos desse índice de preços – que sinalizam a tendência da inflação nos próximos meses – desaceleraram significativamente. Alguns deles estão até abaixo de 3,0%.

As expectativas inflacionárias refletem esse comportamento benigno. Para 2020, as projeções contidas na mais recente pesquisa Focus, do BC, apontam para uma inflação de 3,90%, enquanto a meta é de 4,0%. Para 2021, as estimativas do IPCA se encontram na meta, de 3,75%. E, em 2022, essa previsão está agora em 3,50%.

Por outro lado, a estimativa para o PIB ainda aponta uma recuperação muito tímida da economia brasileira, com crescimento de 0,82% neste ano e de 2,10% em 2020.

Se o Copom baixar os juros em 0,50 ponto nesta semana, levando a Selic a 6,0%, é bastante provável que o tamanho do ciclo seja superior a 0,75 ponto, como é a projeção de algumas instituições financeiras. E se cortar 0,50 ponto e não sinalizar inequivocamente no comunicado que acompanhará a decisão de que está antecipando o ciclo, os analistas que hoje preveem um orçamento total de redução em 1 ponto percentual vão provavelmente refazer as contas e projetar um afrouxamento mais profundo.

Por enquanto, o consenso das estimativas na pesquisa Focus aponta para juros em 5,50% no fim deste ano, permanecendo nesse patamar até o fim de 2020. Mas vem crescendo a aposta de que o Copom vai reduzir a Selic até 5,0% no fim deste ano. É possível que o BC saia de cima do muro e dê uma sinalização mais clara sobre qual o tamanho do ciclo de afrouxamento monetário no comunicado e na ata desta reunião.

Se o Copom considerar que o seu orçamento do ciclo de corte de juros é, de fato, maior do que mostra hoje o consenso das estimativas na pesquisa Focus até o fim deste ano (de 1 ponto), então o BC estaria um pouco atrás da curva, jargão financeiro para dizer que a autoridade monetária tem de acelerar os cortes em razão de uma inflação e de uma atividade econômica que perdem o fôlego mais intensamente do que o desejável.

Nesse caso, é provável o BC iniciar o ciclo com um corte de 0,50 ponto e indicar, por meio até das suas projeções de inflação no comunicado e na ata, que o ciclo de corte será mais profundo do que o consenso do mercado prevê, especialmente porque a incerteza fiscal – avanço na aprovação da reforma da Previdência – foi reduzida drasticamente.

Já o cenário externo – outro fator importante para o balanço de riscos do Copom – aponta inflação para baixo no Brasil, diante de uma desaceleração da economia global e da redução de juros pelos principais bancos centrais mundiais. O Copom pode até ser mais cauteloso no primeiro corte de juros e sinalizar que seguirá baixando a taxa básica, mas as condições para uma redução mais agressiva estão aí. (Estadão 31 de julho de 2019)

Hoje (31/07) é o segundo dia da reunião do Copom (Comitê de Política Monetária) que vai anunciar a nova taxa de juros brasileira. Considerando a curva de juros negociada na B3 – DI Futuro, existem 72% de chances de queda da Taxa Meta Selic em 0,5 ponto percentual, passando dos atuais 6,50% aa para 6,00% aa. (Estadão 31 de julho de 2019)

Opiniões circulada em jornais da época em momento posterior a reunião:

Após o mais longo período em que a Taxa Selic permaneceu em um mesmo patamar, o Banco Central cortou a taxa básica da economia em 0,50%. O Comitê de Política Monetária (Copom) decidiu de maneira unânime pela queda da Selic de 6,5% para 6,0% ao ano. Ainda indicou que poderá seguir com mais cortes na próxima reunião. O Copom volta a se reunir nos dias 17 e 18 de setembro.

O Comitê avaliou que o cenário mais benigno para a inflação poderá permitir novos estímulos monetários. O resultado da última quarta-feira (31), veio em linha com o esperado pelo mercado e pela maior parte dos economistas do mercado. Com o corte de 0,50% a Selic atinge nova mínima histórica.

No comunicado, o Banco Central fez uma leitura mais positiva da inflação. Segundo o BC, a tendência dos níveis de inflação e de seus componentes estão em níveis confortáveis. Isto significa que a variação dos níveis de preços está entre o piso e o centro da meta, que é de 4,25%, podendo oscilar no intervalo entre 2,75% e 5,75%.

Mais do que a projeção de inflação calculada pelo BC, a avaliação dos riscos políticos favoreceu a decisão de novos estímulos monetários, já que a reforma da Previdência foi aprovada no primeiro turno na Câmara dos Deputados.

A continuidade e os avanços nos processos de reformas e ajustes necessários para a melhora da economia brasileira é essencial para um cenário benigno de inflação controlada, o que sustenta a tese de novos cortes na Selic até o final do ano. Grande parte do mercado já projeta a taxa de juros em 5,5% em dezembro.

O Copom indica que haverá novos cortes da Selic, porém as próximas decisões de política monetária continuarão dependendo da evolução da atividade econômica, dos riscos políticos e das projeções e expectativas de inflação futura.

O corte nos juros deverá apoiar a fraca recuperação da economia. De acordo com os dados do BC, o PIB do Brasil deve crescer 0,8% em 2019. No comunicado do dia 31 de julho, o BC enxerga perspectivas mais favoráveis para a atividade econômica, apesar de afirmar que essa recuperação deve ser gradual. (Estadão 02 de agosto de 2019)

O Banco Central voltou a indicar nesta terça-feira, 6, por meio da ata do último encontro do Comitê de Política Monetária (Copom), que "a consolidação do cenário benigno para a inflação prospectiva deverá permitir ajuste adicional no grau de estímulo (monetário)". Em outras palavras, a sinalização é de que cortes adicionais da Selic, a taxa básica de juros, devem ocorrer.

Na semana passada, o Copom reduziu a Selic de 6,50% para 6,00% ao ano. Com isso, o colegiado interrompeu uma sequência de dez reuniões consecutivas sem alterações na taxa básica.

Na ata, o BC também repetiu uma ideia contida no comunicado da semana passada: a de que "a evolução do cenário básico e, em especial,

do balanço de riscos prescreve ajuste no grau de estímulo monetário, com redução da taxa Selic em 0,50 ponto percentual".

Ao mesmo tempo, o BC enfatizou que, apesar da avaliação de que a taxa poderá cair ainda mais, "os próximos passos da política monetária continuarão dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação". Na prática, o recado é de que o Copom tomará sua decisão sobre juros apenas no momento da próxima reunião, marcada para meados de setembro.

A importância das reformas

O documento pontuou que o risco "preponderante" ainda é aquele ligado ao andamento das reformas no Congresso, embora o balanço de riscos para inflação tenha evoluído de maneira favorável.

Segundo o BC, "uma eventual frustração das expectativas sobre a continuidade das reformas e ajustes necessários na economia brasileira pode afetar prêmios de risco e elevar a trajetória da inflação no horizonte relevante para a política monetária". Além disso, a instituição afirmou que o risco ligado às reformas "se intensifica no caso de reversão do cenário externo benigno para economias emergentes".

Para a instituição, "o processo de reformas e ajustes necessários na economia brasileira tem avançado". Ao mesmo tempo, porém, o BC afirmou que "a continuidade desse processo é essencial para a queda da taxa de juros estrutural e para a recuperação sustentável da economia". Entre as reformas pretendidas pelo governo, a principal é a da Previdência, cujo projeto passou em primeiro turno no plenário da Câmara dos Deputados e pode ser votado em segundo turno ainda nesta semana. (Estadão 06 de agosto de 2019)

APÊNDICE 22 - REUNIÃO 232

Realizada em 05 de agosto de 2020, na gestão de Roberto Oliveira Campos Neto, com decisão pela redução de 0,25% da taxa Selic (patamar de 2,00%). Choque expansionista:

22.1 Detalhamento da comunicação por parte do Banco Central

Em comunicado o Banco Central da maior ênfase para a descrição da pandemia, falando anteriormente em "uma desaceleração global" (Comunicado 232 Banco Central do Brasil) e agora em "a maior retração econômica global desde a Grande Depressão." (Comunicado 232 Banco Central do Brasil) Ainda que pontuando que indicadores locais apontam para uma recuperação parcial da atividade.

Inclui o Forward Guidance acrescentando a seguinte frase:

Apesar de uma assimetria em seu balanço dos riscos, 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. (Comunicado 232 Banco Central do Brasil)

Pontos relevantes em ata da reunião 232.

Parágrafo sobre atividade:

11. Com relação à economia internacional, os dados já disponíveis para o PIB do segundo trimestre não surpreenderam, mas evidenciaram que a profundidade da atual retração econômica só é comparável a da Grande Depressão. Há alguns sinais promissores de recuperação que, contudo, se mostra incompleta: a forte retomada no consumo de bens não é acompanhada no setor de serviços. O Comitê ponderou que a principal restrição a uma recuperação plena nas principais economias é a própria evolução da pandemia, sendo a possibilidade de uma segunda onda o principal risco nas economias centrais. (Ata 232 Banco Central do Brasil)

Principal ponto a ser destacado está na inclusão do Forward Guidance. Parágrafos abaixo:

17. De forma a prover o estímulo monetário considerado adequado para o cumprimento da meta para a inflação, mas mantendo a cautela necessária por razões prudenciais, o Copom considerou a utilização de uma “prescrição futura” (isto é, um “forward guidance”) como um instrumento de política monetária adicional. O Copom discutiu as limitações no uso deste instrumento em países emergentes. Em relação aos pares desenvolvidos, países emergentes são mais suscetíveis a contágio de crises externas e possuem maiores vulnerabilidades nos fundamentos econômicos. Consequentemente, devido à maior imprevisibilidade e volatilidade, o uso de tal instrumento torna-se mais desafiador. O Comitê concluiu que, apesar dessas limitações, a prescrição futura seria a estratégia de implementação de política que atualmente apresenta a melhor relação custo benefício. A prescrição futura cumpre o papel de transmitir a visão do Comitê sobre suas ações futuras e tende a ajustar as expectativas expressadas na parte intermediária da curva de juros.

18. Para adequar a prescrição futura ao dinamismo dos limites impostos por questões prudenciais, o Comitê ponderou que ele deveria ter uma intenção de política assimétrica, em que, satisfeitas as condições necessárias, o Copom não elevaria a taxa de juros, mas poderia reduzi-

la. Para maximizar sua efetividade, o Comitê decidiu que essa prescrição futura deveria ser condicional às expectativas de inflação, assim como às projeções de inflação de seu cenário básico para o horizonte relevante de política monetária, que atualmente inclui o ano-calendário de 2021 e, em grau menor, o de 2022. Essas informações seriam consideradas conjuntamente e, caso estivessem suficientemente próximas da meta de inflação para o horizonte correspondente, indicariam o fim da intenção.

19. Frente às dificuldades inerentes ao uso de prescrições futuras em economias emergentes, além das expectativas e projeções de inflação no horizonte relevante, o Comitê também considerou necessário condicionar sua intenção para a política de juros a dois outros fatores. Primeiro, à manutenção do regime fiscal, já que sua ruptura implicaria alterações significativas para a taxa de juros estrutural da economia. Segundo, à ancoragem das expectativas de inflação de longo prazo, tendo em vista que a desancoragem indicaria que os custos derivados do estímulo monetário estariam se sobrepondo a seus benefícios. (Ata 232 Banco Central do Brasil)

Parágrafos relevantes sobre decisão da PM acrescentados ou modificados em relação à última reunião:

22. O Copom entende que a conjuntura econômica continua a prescrever estímulo monetário extraordinariamente elevado, mas reconhece que, devido a questões prudenciais e de estabilidade financeira, o espaço remanescente para utilização da política monetária, se houver, deve ser pequeno. Consequentemente, eventuais ajustes futuros no atual grau de estímulo ocorreriam com gradualismo adicional e dependerão da percepção sobre a trajetória fiscal, assim como de novas informações que alterem a atual avaliação do Copom sobre a inflação prospectiva.

23. Apesar de uma assimetria em seu balanço dos riscos, 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. (Ata 232 Banco Central do Brasil)

22.2 Opiniões imprensa

Opiniões circulada em jornais da época em momento anterior a reunião:

Depois que o IPCA-15 de julho veio abaixo até do piso das estimativas dos analistas, consolidou-se no mercado a aposta de um corte da taxa Selic de 0,25 ponto porcentual, para 2,0%, na próxima reunião do Copom, nos dias 4 e 5 de agosto, mas o ponto crucial é o que o Banco Central vai dizer no seu comunicado: se o ciclo de redução de juros acabou ou se vai deixar a porta aberta para outro corte.

Na sua última reunião, quando baixou os juros básicos em 0,75 ponto, para os atuais 2,25%, o Copom avisou que, eventual ajuste futuro na Selic, seria “residual”. É bom lembrar que, naquele contexto, o BC projetava uma queda de 6,4% do PIB brasileiro neste ano. Desde então, o mercado vinha dividido entre a aposta de manutenção, diante de dados de atividade melhores do que o esperado, e de corte da taxa.

Aliás, com as surpresas positivas dos indicadores recentes, o presidente do BC, Roberto Campos Neto, chegou a dizer que a projeção de PIB do Banco Central era “pessimista” e que os dados de alta frequência da economia apontavam uma perspectiva melhor, o que coloca um risco para cima da inflação em 2021, que passou a ser o horizonte relevante da política monetária.

De fato, na mais recente pesquisa Focus, do BC, a projeção do PIB deste ano passou de um tombo de 6,54%, há quatro semanas, para uma queda menor, de 5,77%. E a estimativa de inflação deste ano está em 1,67%. Por outro lado, a previsão de crescimento do PIB em 2021 permanece em 3,50% há nove semanas e a de inflação, de 3,0%, está inalterada há seis semanas.

Mas o resultado do IPCA-15 de julho, que subiu 0,30%, enquanto o consenso dos analistas era de uma alta de 0,51%, acabou pendendo as apostas para um corte de 0,25 ponto na reunião do Copom da próxima semana.

Se, do último Copom para cá, o consenso das estimativas do PIB em 2020 vem migrando para uma queda menor do que se imaginava, é verdade também que as projeções de IPCA para 2021 se mantiveram estáveis. E o viés de baixa na inflação corrente já está tendo, na margem, impacto nas estimativas de IPCA de 2021.

Essa avaliação acima resolve a questão da decisão na próxima semana: há espaço para um mais um corte, de 0,25 ponto. E depois disso? Há apenas duas alternativas.

A primeira é que o Copom poderá repetir que segue havendo um espaço residual para o afrouxamento monetário, levando o mercado a apostar em um corte adicional de juros, provavelmente de 0,25 ponto, na reunião seguinte, de setembro.

A segunda é dizer que o estímulo monetário, após o corte residual de 0,25 ponto na semana que vem, já é suficiente e que o ciclo de redução de juros finalmente acabou. Especialmente se expressar uma preocupação maior com a situação fiscal adiante. (Estadão 29 de julho de 2020)

Desde o último corte feito pelo Copom, quando a taxa caiu para 2,25% ao ano, o mercado já projeta um novo corte de 0,25 ponto porcentual, o

que levaria a Selic, taxa básica de juros da economia, aos 2,00% - menor patamar da série histórica. O anúncio, contudo, será feito pelo Banco Central apenas quando o mercado já estiver fechado, por volta das 18h desta quarta.

"Há boas expectativas com o Copom. Com certeza, cortará 0,25 ponto mas o mercado está esperando mesmo se o Banco Central deixará a porta aberta por redução de mais 0,25", diz o estrategista-chefe do Grupo Laatus, Jefferson Laatus. Ele ainda pontua que o bom humor do mercado na sessão de hoje se deve em grande parte à espera pelo anúncio da Selic. (Estadão 05 de agosto de 2020)

Opiniões circulada em jornais da época em momento posterior a reunião:

O BC, assim como o restante do governo, já sinalizou que a continuidade dos programas governamentais para além de 2020 pode representar uma bomba-relógio para a área fiscal. No limite, o governo pode ter que lidar com a desconfiança do restante do mundo em relação a sua capacidade de pagar dívidas crescentes. É o risco de insolvência. Vale lembrar que o Fundo Monetário Internacional (FMI) já projeta a dívida bruta brasileira acima de 100% do PIB no fim deste ano.

No comunicado desta quarta-feira, 5, do Copom, o BC fez vários alertas neste sentido:

"Políticas fiscais de resposta à pandemia que piorem a trajetória fiscal do país de forma prolongada, ou frustrações em relação à continuidade das reformas, podem elevar os prêmios de risco."

"O Comitê ressalta, ainda, que questionamentos sobre a continuidade das reformas e alterações de caráter permanente no processo de ajuste das contas públicas podem elevar a taxa de juros estrutural da economia."

Em declarações públicas recentes, o próprio presidente do BC, Roberto Campos Neto, tem lembrado que um dos trunfos do País é que todos os programas emergenciais possuem data para acabar: 31 de dezembro.

Mas e depois disso?

Na ata desta quarta, o BC externou dúvidas sobre o que vem pela frente. Ao avaliar o ritmo de crescimento da economia, a autarquia afirmou que a incerteza permanece "acima da usual, sobretudo para o período a partir do final deste ano". Este período, lembrou o BC, é o do "esperado arrefecimento dos efeitos dos auxílios emergenciais".

Na prática, ao mesmo tempo em que teme o descontrole fiscal, caso os auxílios continuem em 2021, o BC parece mostra certa preocupação com o ritmo da economia a partir do momento em que esses programas forem, de fato, desfeitos.

Por enquanto, no mercado financeiro a projeção para crescimento do PIB é de 3,50% em 2021, após a forte queda de 5,66% esperada para 2020. (Estadão 05 de agosto de 2020)

O Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central (BC) avaliou que, se houver espaço para um novo corte na taxa básica de

juros, a Selic, ele "deve ser pequeno", segundo ata publicada nesta terça-feira, 11, da última reunião do grupo, em que a taxa básica de juros caiu para 2% ao ano, o menor patamar da história.

O BC informou que, em sua visão, o País já estaria próximo do nível a partir do qual reduções adicionais na taxa de juros poderiam gerar instabilidade nos preços de ativos (alta do dólar, por exemplo). Assim, a instituição indicou cautela sobre a possibilidade de novos cortes.

"O Comitê concluiu que eventuais novas reduções na taxa de juros exigiriam cautela e gradualismo adicionais. Para tal, se necessárias, novas reduções de juros demandariam maior clareza sobre a atividade e inflação prospectivas e poderiam ser temporalmente espaçadas", informou a instituição.

O mercado financeiro estima que taxa básica de juros permaneça no atual patamar de 2% ao ano até setembro do ano que vem, quando voltaria a subir, terminando 2021 em 3% ao ano. (Estadão 11 de agosto de 2020)

Se ninguém atrapalhar, os juros básicos serão mantidos em níveis historicamente baixos por longo tempo, favorecendo a reativação econômica e facilitando a gestão da enorme dívida pública. Novos cortes até poderão ocorrer, mais moderados e mais espaçados, segundo a ata da última reunião do Copom, o Comitê de Política Monetária do Banco Central (BC). Nessa reunião, na semana passada, a política de estímulo ao crédito foi reforçada com mais uma redução da taxa básica, a Selic, de 2,25% para 2% ao ano. Mas o risco de alguém atrapalhar é concreto. As principais ameaças estão associadas a interesses do presidente Jair Bolsonaro, de seus aliados e também de outros grupos atuantes no Congresso Nacional.

Por enquanto, o Copom se dispõe a manter os estímulos monetários até as projeções de inflação apontarem um claro avanço na direção das metas. Neste momento, as estimativas indicam aumentos gerais de preços abaixo das metas de 4% para 2020, 3,75% para 2021 e 3,50% para 2022. Com a economia em marcha muito lenta os preços dificilmente serão pressionados para cima. Nem mesmo se sabe se a retomada perderá impulso com o fim das medidas emergenciais. Essa é uma das dúvidas mencionadas na ata. Mas o quadro poderá mudar rapidamente, e de forma insegura, se a disciplina fiscal for ameaçada. (Estadão 12 de agosto de 2020)

APÊNDICE 23 - REUNIÃO 237

Realizada em 17 de março de 2021, na gestão de Roberto Oliveira Campos Neto, com decisão pela elevação de 0,75% da taxa Selic (patamar de 2,75%). Choque contracionista:

23.1 Detalhamento da comunicação por parte do Banco Central

Em relação ao comunicado anterior, o Banco Central muda a comunicação de uma recuperação global "mais sólida" (Comunicado 237 Banco Central do Brasil) por conta da continuidade de estímulos para uma recuperação "mais robusta da atividade ao longo do ano"(Comunicado 237 Banco Central do Brasil).

Inclui no comunicado 237 a frase:

Contudo, questionamentos dos mercados a respeito de riscos inflacionários nessas economias têm produzido uma reprecificação nos ativos financeiros, o que pode tornar o ambiente desafiador. (Comunicado 237 Banco Central do Brasil)

Adiciona do balanço de riscos que o agravamento da pandemia pode "atrasar o processo de recuperação econômica, produzindo trajetória de inflação abaixo do esperado" (Comunicado 237 Banco Central do Brasil)

Inicia processo de normalização parcial, reduzindo o grau de estímulo e indicando que o momento não prescreve necessidade de estímulos tão elevados na economia.

Parágrafos importantes em Ata 237:

11. Os membros do Copom discutiram a evolução da atividade econômica doméstica à luz dos indicadores e informações disponíveis. Consideraram que, a despeito da redução parcial dos programas governamentais de recomposição de renda, a retomada econômica surpreendeu positivamente. Contudo, notaram que os últimos dados disponíveis ainda não contemplam os possíveis efeitos do recente e agudo aumento no número de casos de Covid-19, e que assim há bastante incerteza sobre o ritmo de crescimento da economia no primeiro e segundo trimestres deste ano. Prospectivamente, o Comitê avaliou que uma possível reversão econômica devido ao agravamento da pandemia seria bem menos profunda do que a observada no ano passado, e provavelmente seria seguida por outra recuperação rápida. Para o Comitê, o segundo semestre do ano pode mostrar uma retomada robusta da atividade, na medida em que os efeitos da vacinação sejam sentidos de forma mais abrangente.

12. O Copom avalia que os dados de atividade e do mercado do trabalho formal sugerem que a ociosidade da economia como um todo se reduziu mais rapidamente que o previsto, apesar do aumento da taxa do desemprego.

13. A seguir, o Copom passou à discussão sobre política monetária. Na opinião do Comitê, além do ritmo forte de crescimento dos últimos

meses, com consequente redução da ociosidade econômica, houve uma reversão das expectativas de inflação, que passaram a se situar na parte superior do intervalo de tolerância da meta para o ano de 2021 e ao redor da meta para o ano de 2022, os dois anos-calendário do horizonte relevante de política monetária. Consequentemente, os membros do Copom concluíram que o cenário atual já não prescreve um grau de estímulo extraordinário e que o Copom deveria iniciar um processo de normalização parcial da taxa de juros.

15. O Comitê discutiu ainda que a demora na normalização das cadeias produtivas, pressionando custos de produção e inflação em setores específicos, sugere que há também um choque positivo de demanda atuando. Diversos membros também ressaltaram que as pressões inflacionárias observadas em 2021 podem contaminar as expectativas de inflação para 2022, gerando risco de uma desancoragem das expectativas no horizonte relevante de política monetária. Finalmente, acerca da dinâmica recente da inflação, o Comitê apontou que, apesar do diagnóstico de que os choques atuais são temporários, o modelo de metas prevalente no país considera a inflação cheia no ano-calendário. Todos esses fatores contribuíram para uma postura mais assertiva na condução da política monetária.

16. Baseado em todas essas considerações, o comitê concluiu que um ajuste inicial de 0,75 ponto percentual na taxa Selic seria o mais adequado. Esse ajuste mais célere do grau de estímulo é compatível com o cumprimento da meta no horizonte relevante mesmo em um cenário de aumento temporário do isolamento social. (Ata 237 Banco Central do Brasil)

23.2 Opiniões imprensa

Opiniões circulada em jornais da época em momento anterior a reunião:

Das 54 instituições do mercado financeiro consultadas pelo Projeções Broadcast, 52 esperam aumento dos juros básicos nesta reunião, sendo que 48 aguardam que a taxa suba de 2,00% para 2,50% ao ano, três veem alta de 0,25 ponto e uma espera aperto mais intenso, de 0,75 ponto. Para o fim de 2021, a maioria das apostas é de 4,5%, com expectativas indo de 3% a 6%.

Na comunicação da última reunião do Copom, em janeiro, o colegiado já havia deixado a porta aberta para a retomada de um ciclo de alta de juros. Desde então as apostas da maioria mercado migraram de 0,25 p.p de aumento para 0,50 p.p. seguindo a trajetória de aumento nos preços e a crise dos combustíveis. Com as ameaças de desidratação da PEC emergencial pelo Congresso que levaria a uma deterioração fiscal ainda maior do País, diversos analistas chegaram a alertar para a possibilidade de um aumento de até 0,75 p.p. de uma só vez, mas aprovação do texto

com um teto para a nova rodada do auxílio emergencial afastou essa hipótese.

O economista-chefe da Ativa Investimentos, Étore Sanchez, que ainda aposta em uma elevação de apenas 0,25 p.p na Selic, avalia que os impactos da segunda onda da pandemia sobre a economia podem impedir que o Copom “pese a mão” na alta dos juros em março. Para ele, o movimento deve ser mais gradual, com duas altas de 0,50 p.p a partir da reunião seguinte - em maio - e mais uma elevação de 0,25 p.p, encerrando o ciclo em 3,5%.

“A pandemia piorou muito, e estamos caminhando para o fechamento extremo das principais regiões produtivas do País. É preciso lembrar que as decisões do BC têm um efeito defasado sobre a economia, e o horizonte relevante do Copom já está olhando mais para 2022, cujas expectativas de inflação seguem ancoradas”, argumenta. “Subir demais os juros agora vai amassar ainda mais os setores de serviços e da indústria”, alerta.

Para Sanchez, um aumento de 0,25 p.p. agora significaria que o BC continua enxergando um ambiente incerto e duvidoso, enquanto uma elevação de 0,50 p.p. sinalizaria uma certeza maior por parte do Copom sobre a evolução do cenário. “A realidade vem se impondo, mas não sabemos como vai ser a conjuntura econômica daqui a duas ou três reuniões. Não consigo trazer uma palavra de otimismo vendo os dados de ocupação de UTIs, óbitos e vacinas. A conjuntura econômica é triste”, completa.

Já o economista-chefe da Necton, André Perfeito, enxerga uma atuação mais firme do Copom e projeta seis altas consecutivas de 0,50 p.p., levando a Selic para 5% até o fim do ano. “A inflação está aí, e não tem como pensar de forma diferente. O IPCA para 2021 já está perto do teto e vai estourar. Até segunda ordem, o preço das commodities, dos alimentos e dos combustíveis é para cima. E é preciso lembrar que as despesas no Brasil ainda são muito indexadas à inflação”, acrescenta, chamando a atenção para o risco fiscal do País. (Estadão 15 de março de 2021)

Adriana Fernandes: A aceleração do aumento de preços colocou o Banco Central numa sinuca de bico: subir a taxa de juros em plena crise econômica e piora da pandemia da covid-19. Em um gráfico, as tendências de inflação, em alta, e da variação do PIB, em queda, mostram uma boca de jacaré se abrindo. Essa é uma situação de extrema anormalidade em que atividade e inflação estão em sentido oposto.

A decisão desta semana será o primeiro teste e tudo indica mais difícil até agora para o presidente do BC, Roberto Campos Neto, e sua equipe após o Congresso aprovar no mês passado a autonomia da instituição, com a justificativa de garantir a condução da política de juros sem pressões políticas.

A expectativa é que o BC comece agora a desarmar essa bomba relógio para barrar o risco de descontrole de preços, sobretudo em 2022, após um período longo de queda de juros, que levou a taxa Selic (os juros básicos) ao patamar histórico de 2%. A aposta do mercado é de uma

elevação de 0,50 ponto porcentual na reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) dos dias 16 e 17.

A perspectiva de a economia brasileira entrar em recessão técnica, no segundo trimestre deste ano, num quadro de recrudescimento da pandemia, combinado com medidas de isolamento e lockdown, só amplia o desconforto com a medida. (Estadão 15 de março de 2021)

Opiniões circulada em jornais da época em momento posterior a reunião:

Pressionado pela alta dos preços dos alimentos e dos combustíveis, o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central decidiu, por unanimidade, elevar a Selic (a taxa básica da economia) em 0,75 ponto porcentual, para 2,75% ao ano. Depois de sete meses com os juros no menor nível da história, essa é a primeira elevação na Selic desde julho de 2015.

O aumento de 0,75 ponto porcentual de largada surpreendeu os analistas e o BC já avisou que na próxima reunião, daqui a 45 dias, deve subir a Selic novamente em 0,75 ponto porcentual.

Ao justificar a decisão de hoje, o BC avaliou que o PIB encerrou 2020 com crescimento forte na margem, recuperando a maior parte da queda observada no primeiro semestre, e as expectativas de inflação passaram a se situar acima da meta no horizonte relevante de política monetária. “Adicionalmente, houve elevação das projeções de inflação para níveis próximos ao limite superior da meta em 2021”, destacou.

Para o Copom, uma estratégia de ajuste mais rápido – com uma elevação maior da Selic agora - teria como benefício reduzir a probabilidade de não cumprimento da meta para a inflação deste ano, assim como manter a ancoragem das expectativas de inflação para horizontes mais longos.

A perspectiva de a economia brasileira entrar em recessão técnica, no segundo trimestre deste ano, num quadro de recrudescimento da pandemia, combinado com medidas de isolamento e lockdown, só ampliou o desconforto com a medida. Com a inflação em 12 meses se aproximando de 7% em abril, desemprego e PIB negativo, a economia vive uma situação de estagflação. (Estadão 17 de março de 2021)

A elevação anunciada nesta quarta-feira (17) já era esperada pelo mercado financeiro, uma vez que o Copom retirou o “forward guidance” (prescrição futura, no jargão inglês) na reunião de 20 de janeiro. Era por meio desse instrumento de gestão da política monetária que o colegiado se comprometia a não elevar os juros.

Em comunicado, o BC afirma que a decisão reflete seu cenário básico e um balanço de riscos de variância maior do que o usual para a inflação prospectiva. Além disso, a instituição afirma que a elevação é compatível com a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante, que inclui o ano-calendário de 2021 e, principalmente, o de 2022.

O aumento de 0,75 ponto percentual veio acima da expectativa de economistas do mercado financeiro, que esperavam alta de 0,50 p.p., conforme o último Relatório de Mercado Focus, divulgado pelo BC na segunda-feira (15). Para os analistas, a projeção para a Selic no fim de 2021 também aumentou, de 4,00% para 4,50% ao ano. Em 2022 e 2023, a previsão é que a taxa fique em 5,50% e 6,00%, respectivamente.

O sentimento do comitê é bastante complicado neste sentido, com a economia enfraquecida, pelo menos agora no primeiro semestre, ter que tomar uma decisão de elevação da taxa de juros. No ambiente global, houve uma mudança e uma redução da necessidade de estímulos extraordinários. O câmbio sofreu forte depreciação aqui no Brasil, com as incertezas fiscais e a expectativa de retomada no futuro, uma vez que a curto prazo ainda temos um cenário complicado com a pandemia, e que tende a ser melhorado ao longo do tempo à medida que o processo de vacinação avance.

Esse ajuste mais forte do que era esperado pelo mercado pode ajudar a reduzir a trazer a inflação mais para perto da meta em 2021, e manter as expectativas mais bem balizadas para horizontes mais longos. (Estadão 17 de março de 2021)

Mario Mesquita: O tom do comunicado do Comitê de Política Monetária (Copom), ao elevar a Selic em 0,75 ponto percentual, sugere que o Banco Central (BC) tenha em mente um ciclo de alta do juro forte, embora curto. Essa é a avaliação do economista-chefe do Itaú Unibanco, Mario Mesquita, em análise divulgada para comentar a decisão do BC da véspera. O Itaú esperava aumento de meio ponto percentual, mas o Copom surpreendeu parte do mercado ao subir o juro de 2,00% para 2,75% ontem, e já indicou novo ajuste de 0,75 ponto percentual em maio.

De acordo com o entendimento do Itaú, apesar de uma visão ainda relativamente benigna da inflação e da intenção de manter a política monetária com viés expansionista, as autoridades optaram por começar mais rápido o ciclo de alta. “Também sinalizaram a intenção de repetir este ritmo na próxima reunião, se o fluxo de dados permitir”, acrescenta.

Para o Itaú, o sucesso da estratégia de promover novo aumento de 0,75 ponto na Selic em maio dependerá dos indicadores da economia. “Ainda prevemos um ciclo completo levando a taxa básica para 5,50% a.a. até o final do ano, mas podemos revisitar esta expectativa à luz da ata, que será divulgada na próxima terça-feira, dia 23 de março”, cita o relatório com o título: “Copom: um início acelerado. (Estadão 19 de março de 2021)

A consultoria internacional TS Lombard elevou a previsão para a taxa básica de juros, a Selic, de 4% para 5% ao final deste ano. Para o economista responsável por Brasil da TS, Wilson Ferrarezi, a visão é que o Banco Central quer agir de forma mais agressiva agora na elevação dos juros para evitar ter que ser forçado a fazer isso de forma ainda mais forte lá na frente, comenta em relatório.

Para Ferrarezi, a pressão inflacionária gerada pela disparada do dólar está por trás das recentes intervenções extraordinárias do BC no câmbio, mesmo em dias que o real estava ganhando força. Como o temor de mais medidas populistas de Jair Bolsonaro está ajudando a impedir melhora mais forte do real, Ferrarezi avalia que o BC resolveu ser mais agressivo em suas elevações de juros, buscando segurar o dólar. (Estadão 19 de março de 2021)

APÊNDICE 24 - REUNIÃO 242

Realizada em 27 de outubro de 2021, na gestão de Roberto Oliveira Campos Neto, com decisão pela elevação de 1,50% da taxa Selic (patamar de 7,75%). Choque contracionista:

24.1 Detalhamento da comunicação por parte do Banco Central

Em relação ao externo o Banco Central fala sobre maior persistência de cenário ruim para inflação no mundo. Altera o tom em atividade, antes falando em evolução positiva para agora "ligeiramente abaixo do esperado". Antes falava sobre o "atual estágio do ciclo de elevação de juros" e muda o enfoque no parágrafo de balanço de riscos para desancoragem fiscal. Havia na reunião passada indicado elevação de 1% para esta e na realidade entregou 1,5%.

Parágrafos importantes em ata 242:

2. Em relação à atividade econômica brasileira, indicadores recentemente divulgados da produção industrial e do comércio apresentaram resultados negativos e abaixo do esperado. Por outro lado, os segmentos do setor de serviços mais atingidos pela pandemia continuam em trajetória de recuperação robusta. O Comitê manteve a expectativa de uma retomada da atividade no segundo semestre, ainda que menos intensa e mais concentrada no setor de serviços. Essa reavaliação reflete o impacto das limitações na oferta de insumos em determinadas cadeias produtivas, que devem perdurar até o próximo ano.
3. Para 2022, se por um lado a elevação dos prêmios de risco e o aperto das condições financeiras atuam desestimulando a atividade econômica, por outro, o Copom avalia que o crescimento tende a ser beneficiado por três fatores: a continuação da recuperação do mercado de trabalho e do setor de serviços; o desempenho de setores menos ligados ao ciclo de negócios, como agropecuária e indústria extrativa; e

os resquícios do processo de normalização da economia conforme a crise sanitária arrefece.

4. A inflação ao consumidor segue elevada e tem se mostrado mais persistente que o antecipado. A alta dos preços está mais disseminada e abrange também componentes mais associados à inflação subjacente. A alta nos preços dos bens industriais ainda não arrefeceu e deve persistir no curto prazo, enquanto a inflação de serviços acelerou, refletindo a gradual normalização da atividade no setor, dinâmica que já era esperada. Além desses desenvolvimentos, desde a última reunião houve alta substancial dos preços internacionais de commodities energéticas, cujo impacto inflacionário é amplificado pela depreciação do real, sendo essa combinação o fator preponderante para a elevação das projeções de inflação do Comitê tanto para 2021 quanto para 2022. (Ata 242 Banco Central do Brasil).

14. Diante desse resultado, o Copom avaliou o ritmo apropriado de elevação dos juros. Para tal, analisou a convergência da inflação para as metas utilizando simulações com diferentes trajetórias de política monetária, sob diferentes cenários alternativos. O Comitê observou que, neste período do ano, choques nos preços das commodities em reais já têm efeito direto na inflação de 2022, elevando a volatilidade dessas projeções. Apesar disso, o Comitê entende que um processo de desancorarem de expectativas pode gerar elevados custos econômicos de longo prazo, motivando o Copom a escolher uma trajetória de elevação de juros compatível com a convergência da inflação para a meta ainda em 2022.

15. O Comitê avaliou, inclusive, cenários com ritmos de ajuste maiores do que 1,50 ponto percentual. Prevaleceu, no entanto, a visão de que trajetórias de aperto da política monetária com passos de 1,50 ponto percentual, considerando taxas terminais diferentes, são consistentes, neste momento, com a convergência da inflação para a meta em 2022, mesmo considerando a atual assimetria no balanço de riscos. (Ata 242 Banco Central do Brasil).

24.2 Opiniões imprensa

Opiniões circulada em jornais da época em momento anterior a reunião:

Só restou o Banco Central

Quando um governo irresponsável eleva os gastos sem ter os recursos, impõe ao Banco Central uma dura escolha. Ou este exerce sua independência, elevando a taxa de juros o que for necessário para cumprir seu mandato, ou se submete aos objetivos políticos do governo, tornando-se prisioneiro da dominância fiscal.

Diante dos eventos recentes, é exatamente esta a situação na qual o BC se encontra. Na próxima quarta-feira saberemos qual foi sua decisão.

O Banco Central exercerá a sua independência, e a inflação será controlada se, ao final da reunião do Copom anunciar que em 2021 teremos mais duas elevações de juros significativamente acima dos 100 pontos prometidos, seguidas de novo aumento no início de 2022, que eleve a Selic a dois dígitos, sem que este seja o fim do ciclo. Mas, se anunciar um ajuste mais tímido, jogará às traças o seu mandato, associando-se ao populismo do governo.

Visando a votos nas eleições de 2022, e com a complacência do ministro da Economia, o governo colocou o último prego no caixão do teto de gastos.

Com isso o real se depreciou, atingindo R\$5,70/US\$. Por ser comandado pelo risco fiscal, no Brasil o comportamento do câmbio diverge do observado nos demais países.

Em uma amostra de 20 países, verifica-se que suas moedas se depreciaram apenas 5% em relação ao primeiro dia útil de 2020, enquanto o real acumulou nesse período uma depreciação acima de 40%.

Câmbio mais depreciado eleva a inflação, e a destruição da credibilidade fiscal o deprecia ainda mais, acentuando a desancoragem das expectativas. Para qualquer banco central independente, a única opção, nessas circunstâncias, é elevar fortemente a taxa de juros, que é o único instrumento capaz de manter as expectativas ancoradas à meta. Na situação brasileira atual, o retorno da inflação à meta só pode ocorrer através do canal da demanda agregada, cuja contração não apenas reduzirá o crescimento, como é alta a probabilidade de que leve a uma recessão.

Caso o Banco Central opte pelo caminho politicamente mais fácil, de uma restrição monetária mais suave, permitirá a desancoragem das expectativas e o crescimento da inflação, criando no futuro problemas bem maiores sobre o crescimento e o emprego.

O que resta, diante da irresponsabilidade fiscal do governo e de sua base de apoio no Congresso, é a esperança de que o Banco Central exerça sua independência política, e cumpra seu mandato.

EX-PRESIDENTE DO BC E SÓCIO DA A.C. PASTORE E ASSOCIADO (Estadão 24 de outubro de 2021)

Prévia da inflação oficial no mês, o IPCA-15 bateu em 1,2% em outubro – o pior resultado para o mês desde 1995 – e aumentou a pressão sobre o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central, que anuncia na quarta-feira a nova taxa básica de juros.

“Temos uma tempestade perfeita composta pela forte deterioração do quadro fiscal e expressiva alta de preços. O BC terá de ter pulso firme, pois a política monetária está sozinha”, afirmou o economista-chefe da SulAmérica Investimentos, Newton Camargo Rosa, que admite que sua previsão de alta de 1,25 ponto foi atropelada pelo IPCA-15.

“Não é só o fiscal, em paralelo estamos perdendo (o controle da) a inflação em velocidade bem superior ao que imaginávamos. Dado o

contexto, entendemos ser difícil o BC não aumentar em 2 pontos”, disse o seu economista-chefe, Gustavo Ribeiro.

O banco Goldman Sachs também elevou sua projeção de aumento de 1,5 ponto percentual na taxa básica de juros depois do IPCA-15 de outubro acima do esperado. Quatro dias atrás, o banco havia passado a esperar alta de 1,25 ponto. "Pressões significativas de custos, inflação de serviços crescente, risco político e fiscal persistente e uma generalização de efeitos de segunda ordem e de forças inerciais agora estão contaminando a perspectiva de inflação em 2022", escreve o economista do Goldman Sachs Alberto Ramos em relatório. A Rio Bravo Investimentos fez a mesma alteração na sua projeção para a Selic - de alta de 1,25 para 1,5 ponto na taxa Selic.

Diante desse cenário, é cada vez maior a pressão sobre o Banco Central, que busca elevar as taxas de juros para atingir o objetivo de levar a inflação para a meta de 3,5% em 2022 (com intervalo de tolerância de 1,5 ponto). “Se o Banco Central não fizer uma sinalização forte e contundente na decisão desta quarta-feira sobre a Selic, as expectativas vão subir ainda mais e poderemos ver a inflação de 2022 rapidamente ir para 5% ou mais”, afirma o economista-chefe da MB Associados, Sergio Vale. O teto da meta de inflação para o ano que vem é de 5%.

O economista por enquanto prevê um aumento de 1,5 ponto percentual na reunião do Copom nesta quarta e projeta que a taxa básica de juros atinja 10,5% ao ano em fevereiro do ano que vem. No entanto, Vale não descarta a possibilidade de que a Selic atinja 11% ou 12% no primeiro bimestre de 2022. (Estadão 26 de outubro de 2021)

Opiniões circulada em jornais da época em momento posterior a reunião:

É a paulada dos juros

O Banco Central tornou-se refém da má administração fiscal e corre risco de que a destruição das contas públicas tire força da política dos juros

Celso Ming*, O Estado de S.Paulo

Há quase 19 anos o Banco Central não puxava os juros básicos (Selic) em 1,5 ponto percentual (p.p.) numa tacada só. Desta vez foram para 7,75% ao ano e podem terminar 2021 nos 9,25% ao ano.

Mas, desde terça-feira, quando saiu a prévia da inflação de outubro (IPCA-15), de 1,2% e 10,34% no acumulado em 12 meses, passou a ser paulada esperada.

O que o Banco Central escrevera na pedra 36 dias antes foi que se conteria agora em outubro na dose predeterminada antes, de 1 ponto percentual ao ano. Se avançou mais, foi porque a estocada da inflação atropelou a autoridade monetária – e os analistas; e porque, como perdeu o comando das expectativas, sentiu que manter-se a reboque implicaria perder mais credibilidade.

Mesmo com esse 1,5 ponto percentual que deverá ser seguido por outro 1,5 p.p em dezembro, não está garantido que o aumento dos juros será

suficiente para segurar os preços e empurrar a inflação de 2022 para algo entre 4% e 5% (a meta é 3,5%).

O principal fator de deterioração já não é a alta global das commodities, da energia e dos custos industriais que aconteceu em escala global desde o início da retomada. O principal fator é o afundamento do teto das despesas públicas aqui no Brasil, que perdeu a âncora fiscal, não porque esteja em guerra ou foi devastado por meteoro. Perdeu porque o presidente Jair Bolsonaro quer se reeleger e decidiu comprar o voto dos pobres e dos caminhoneiros com injeção de dinheiro público na conta bancária deles. O gatilho foi a puxada no dólar que, por sua vez, segue a perda da confiança na política econômica brasileira.

Ou seja, o Banco Central tornou-se refém da má administração fiscal, sem ter tido até agora coragem de denunciar que o estrago nas contas públicas o deixa sem condições de garantir a âncora dos juros. O risco agora é de que sobrevenha o que os economistas chamam de dominância fiscal – situação em que a destruição das bases fiscais tira tração da política dos juros.

Vamos às consequências imediatas. O crédito ficará mais caro, o que é ruim para a atividade econômica, que precisa de investimentos e de capital de giro e, portanto, é fator que tende a provocar o encolhimento do PIB em 2022. Outra consequência – esta pretendida – é atrair mais dólares que, depois de convertidos em reais, poderão ser aplicados no mercado financeiro e render mais juros. Seria, portanto, um mecanismo que aumentaria a oferta de moeda estrangeira no câmbio interno, valorizaria o real e ajudaria a combater a inflação. Mas se os preços continuarem em disparada, esse efeito pode dar errado.

Essa escalada dos juros tenta conter a inflação mas não conserta o teto furado. O efeito pode ser inverso porque aumenta os juros da dívida pública que, uma vez incorporados à dívida, aumentam a própria dívida. Nem ajuda a recuperar a credibilidade na economia, que depende da política do governo Bolsonaro. Se continuar gastando sem contrapartida em receitas, a paradeira será inevitável, na contramão do que acontece na economia global.

E, com falta de confiança, paradeira, desemprego de 13,7 milhões, perda de renda e inflação não controlada, a política populista de Bolsonaro pode ser um tiro nas suas pretensões eleitorais. (Estadão 27 de outubro de 2021)

'Não vou me surpreender se tivermos estagnação em 2022', diz ex-diretor do BC

Para o economista José Julio Senna, ex-diretor do Banco Central e sócio da consultoria MCM, o risco fiscal após o dribble no teto de gasto e o aperto dos juros dificultam ainda mais o crescimento econômico

Márcia De Chiara, O Estado de S.Paulo

A sinalização dada pelo governo na semana passada de que vai furar o teto de gastos públicos deixou o Banco Central (BC) sozinho no combate à inflação.

Sem a política fiscal como aliada, a autoridade monetária tem que ser mais agressiva na alta dos juros, o que vai pesar mais na atividade em

2022, segundo o economista José Julio Senna, ex-diretor do Banco Central, chefe do Centro de Estudos Monetários do Ibre/FGV e sócio da consultoria MCM.

“Não vou me surpreender se tivermos uma estagnação econômica no ano de 2022. Ou seja, um crescimento muito perto de zero ou ligeiramente positivo ou talvez até pior do que isso”, afirma economista. A seguir, os principais trechos da entrevista.

Como o sr. avalia a decisão do BC de subir em 1,5 ponto percentual a taxa básica?

Não há dúvida de que é o caminho disparado mais adequado. Se houver a continuidade dessa política, com mais dois aumentos de 150 pontos-base (1,5 ponto percentual) e um de 125, com a Selic chegando em 12% em março e mantida nesse patamar, poderemos acreditar que a inflação de 2022 ficará na vizinhança da meta de 3,5%. Na última segunda-feira, rodamos o modelo econométrico de projeção da MCM, levando essas hipóteses de mercado e chegamos a esse resultado.

Faria sentido ser mais agressivo na alta dos juros?

Não, porque o BC tem que tomar muito cuidado para ele próprio não ser causador de uma volatilidade excessiva no mercado. Sob o regime de metas de inflação, não há espaço para grandes choques de política monetária.

Como o sr. vê hoje o processo inflacionário?

Os gargalos da produção, a interrupção das cadeias produtivas, todas as encrencas do lado da oferta no mundo vieram por causa da pandemia. Também do lado da demanda, é indiscutível que houve no mundo inteiro um desvio de consumo de serviços para o de bens, especialmente os duráveis, por conta da crise sanitária. No mundo inteiro, há uma reclamação consensual dos bancos centrais: a inflação veio com muita intensidade e principalmente tem se mostrado uma persistência muito grande.

E no Brasil?

No Brasil, o processo inflacionário tem se mostrado bastante complexo. Nós temos não apenas a inflação da pandemia, mas outras coisas: crise hídrica, problemas climáticos – ora seca, ora geada – e uma questão ligada ao risco-país, associada a preocupações de cunho político e fiscal. Com o risco-país em alta, o câmbio se deprecia. E o câmbio mexe com preços de mercadorias primárias, bens industriais, combustíveis e tudo mais. Lá fora é a inflação da pandemia. Aqui é algo mais complexo. Sendo assim, o BC não pode brincar em serviço.

O problema da inflação no Brasil é pior do que em outros países?

É pior, ainda mais com o sinal de abandono da regra fiscal fundamental dado pelo governo na semana passada. No Brasil, o combate à inflação precisa ser uma tarefa executada pelo governo como um todo, não apenas pelo BC.

O BC está sozinho no combate à inflação?

Sim, esse é o problema. E com os acontecimentos da última semana, está mais sozinho ainda. Está tudo nas costas dele.

Quais são as implicações disso?

Essa não é a maneira mais eficiente de segurar o processo inflacionário. O ideal é que as ações sejam coordenadas: que o lado fiscal coopere com o lado monetário. Apesar de não estarmos diante da resposta ideal, não há alternativa: o BC não pode jogar a toalha. Se o ele jogar a toalha e não fizer o que fez, vamos adicionar à lista de problemas econômicos existentes uma inflação mais elevada em caráter permanente.

Além da falta de coordenação entre a política monetária e fiscal para combater a inflação, há outro mecanismo que não está funcionando neste momento?

Temos visto que o BC está perdendo o canal do câmbio para ajudar no combate à inflação. A partir de meados do ano, começamos a ter muito ruído sobre as questões políticas e fiscais. O risco-país começou a piorar e à medida que o ele sobe, a moeda nacional tende a se depreciar. Moral da história: o BC não tem podido contar com um dos canais mais importantes de transmissão da política monetária, que é o câmbio, por causa do risco político e fiscal.

Isso deixa o BC mais isolado nessa tarefa?

Para que o custo de combate à inflação – que sempre existe e é inevitável – seja o menor possível, o BC tem que contar com todos os canais de transmissão. Quando o BC tem do seu lado uma política fiscal que o ajude, o efeito do custo do combate à inflação para o nível de atividade tende a ser menor. Diante de o BC estar sozinho nessa batalha, os juros da política monetária têm de ser mais elevados do que precisariam ser. Como o juro de mercado responde ao que o BC faz e também à percepção dos agentes do risco político e fiscal, hoje ele está muito alto, acima de 5% ao ano. Em prazos mais longos, chega perto de 6%. Com isso, fatalmente a atividade sofrerá. Não vou me surpreender se tivermos uma estagnação econômica em 2022. Ou seja, um crescimento muito perto de zero ou ligeiramente positivo ou talvez até pior do que isso. É o que espero para o ano que vem. (Estadão 27 de outubro de 2021)

APÊNDICE 25 - REUNIÃO 245

Realizada em 13 de março de 2022, na gestão de Roberto Oliveira Campos Neto, com decisão pela elevação de 1,00% da taxa Selic (patamar de 11,75%). Choque contracionista:

25.1 Detalhamento da comunicação por parte do Banco Central

Comunicado apresenta piora no quadro externo com crise entre Rússia e Ucrânia, sendo um novo choque de oferta.

Apresentou novo modelo com uso de preço médio do petróleo para definição de inflação.

Diante da volatilidade recente e do impacto sobre as projeções de inflação de sua hipótese usual para o preço do petróleo em USD**, o Comitê decidiu adotar também, neste momento, um cenário alternativo. Nesse cenário, considerado de maior probabilidade, adota-se a premissa na qual o preço do petróleo segue aproximadamente a curva futura de mercado até o fim de 2022, terminando o ano em US\$100/barril e passando a aumentar dois por cento ao ano a partir de janeiro de 2023. Nesse cenário, as projeções de inflação do Copom situam-se em 6,3% para 2022 e 3,1% para 2023. (Comunicado 245 Banco Central do Brasil)

Parágrafos importantes em ata 245:

1. No cenário externo, o ambiente segue menos favorável. A maior persistência inflacionária aumenta o risco de um aperto monetário mais célere nos EUA, tornando as condições financeiras mais desafiadoras para economias emergentes. Além disso, a nova onda da Covid-19 adiciona incerteza quanto ao ritmo da atividade, ao mesmo tempo que pode postergar a normalização das cadeias globais de produção. Desde a última reunião, a maioria das commodities reverteu a queda observada no fim do ano e, em alguns casos, atingiram recordes recentes, reforçando o ambiente global de preços mais pressionados.
2. Em relação à atividade econômica brasileira, indicadores relativos ao comércio e serviços mostraram evolução ligeiramente melhor que a esperada em novembro, enquanto a indústria apresentou recuperação em dezembro. Indicadores do mercado de trabalho mostraram recuperação consistente de empregos no último trimestre de 2021.
3. Para 2022, se por um lado a elevação dos prêmios de risco e o aperto mais intenso das condições financeiras atuam desestimulando a atividade econômica, por outro, o Copom segue avaliando que o crescimento tende a ser beneficiado pelo desempenho da agropecuária e pelo processo remanescente de normalização da economia – particularmente no setor de serviços e no mercado de trabalho. Entretanto, os índices de confiança divulgados desde a última reunião seguem mostrando deterioração, e desenvolvimentos climáticos afetaram as projeções de importantes culturas agrícolas.

4. A inflação ao consumidor segue elevada, com alta disseminada entre vários componentes, e segue se mostrando mais persistente que o antecipado. A alta nos preços dos bens industriais não arrefeceu e deve persistir no curto prazo, enquanto a inflação de serviços acelerou, ainda refletindo a gradual normalização da atividade no setor. As leituras recentes vieram acima do esperado e a surpresa ocorreu tanto nos componentes mais voláteis como, principalmente, nos mais associados à inflação subjacente.

5. As diversas medidas de inflação subjacente apresentam-se acima do intervalo compatível com o cumprimento da meta para a inflação. As expectativas de inflação para 2022 e 2023 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 5,4%. (Ata 245 Banco Central do Brasil)

18. Considerando o cenário de referência, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa básica de juros em 1,50 ponto percentual, para 10,75% a.a. O Comitê entende que essa decisão reflete seu cenário de referência e um balanço de riscos de variância maior do que a usual para a inflação prospectiva e é compatível com a convergência da inflação para as metas ao longo do horizonte relevante, que inclui os anos-calendário de 2022 e, em grau maior, de 2023. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços, essa decisão também implica suavização das flutuações do nível de atividade econômica e fomento do pleno emprego.

19. O Copom considera que, diante do aumento de suas projeções e do risco de desancoragem das expectativas para prazos mais longos, é apropriado que o ciclo de aperto monetário avance significativamente em território contracionista. O Comitê enfatiza que irá perseverar em sua estratégia até que se consolide não apenas o processo de desinflação como também a ancoragem das expectativas em torno de suas metas.

20. Em relação aos seus próximos passos, o Comitê antevê como mais adequada, neste momento, a redução do ritmo de ajuste da taxa básica de juros. Essa sinalização reflete o estágio do ciclo de aperto, cujos efeitos cumulativos se manifestarão ao longo do horizonte relevante. O Copom enfatiza que os passos futuros da política monetária poderão ser ajustados para assegurar a convergência da inflação para suas metas, e dependerão da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação para o horizonte relevante da política monetária. (Ata 245 Banco Central do Brasil)

25.2 Opiniões imprensa

Opiniões circulada em jornais da época em momento anterior a reunião:

Dólar sobe antes de reuniões de política monetária

Risco fiscal fica no radar dos investidores

Em nota, analistas da Levante Investimentos disseram que “mais do que as mudanças (imediatas) nos juros, o que realmente interessa aos investidores é saber como os banqueiros centrais estão observando as dezenas de variáveis capazes de influenciar o ritmo da atividade econômica e, em decorrência disso, a inflação e a taxa de juros”.

Custos de empréstimo mais altos nos EUA são vistos como fator de apoio para o dólar, embora o patamar elevado da Selic seja um colchão para a moeda brasileira, segundo especialistas, já que tende a elevar a atratividade do mercado de renda fixa local.

A Selic, atualmente em 10,75% ao ano, deve subir em 1 ponto percentual na quarta-feira, ao fim do encontro de dois dias do Comitê de Política Monetária (Copom), de acordo com pesquisa da Reuters, embora parte dos mercados precifique aumento ainda mais agressivo diante dos riscos inflacionários representados pelo conflito na Ucrânia. A guerra, que levou a temores generalizado de restrição na oferta global de bens energéticos e agrícolas, impulsionou os preços de várias commodities, do petróleo ao milho, nas semanas recentes. Na semana passada, os contratos futuros do Brent chegaram a flertar com os 140 dólares por barril, embora fossem negociados abaixo da barreira de 100 dólares nesta terça.

A disparada dos custos de energia no exterior afetou o Brasil, com a Petrobras reajustando os preços do diesel e da gasolina, o que levou o governo a sancionar integralmente um Projeto de Lei que altera a cobrança do ICMS sobre os combustíveis.

E investidores receberam com receio notícias de que o governo avalia adotar ainda mais medidas –como eventual subsídio aos combustíveis ou aumento temporário do Auxílio Brasil– para limitar impactos negativos da guerra na Ucrânia sobre a economia, ameaçando deteriorar a credibilidade fiscal do país.

Em nota desta terça-feira, estrategistas do Citi disseram que “os preços dos ativos (brasileiros) permanecerão sensíveis a quaisquer outras medidas que possam ser aprovadas para amenizar o impacto dos aumentos dos preços dos combustíveis sobre os consumidores”.

O dólar negociado no mercado interbancário fechou a segunda-feira em alta de 1,31%, a 5,1201 reais na venda, valorização que o Citi atribuiu ao noticiário envolvendo os planos do governo de mitigar o impacto da inflação de combustíveis no Brasil.

Nos patamares atuais, o dólar já está 2,7% acima da mínima de encerramento do ano, de 5,0033 reais. No acumulado de 2022, a moeda norte-americana ainda tem baixa de 7,8% frente ao real.

No exterior, o índice do dólar tinha baixa frente a uma cesta de seis rivais fortes, enquanto o euro –que tem sido visto como um indicador do sentimento em relação à guerra na Ucrânia– avançava 0,5%.

Contra algumas divisas mais arriscadas, como dólar australiano e peso mexicano, a moeda norte-americana registrava perdas. Mas, ante rand sul-africano e peso chileno, subia. (Estadão 15 de março de 2022)

Opiniões circulada em jornais da época em momento posterior a reunião:

Copom sobe Selic a 11,75% ao ano e planeja nova alta de 1 ponto
Em linha com a sinalização dada na reunião anterior, foi reduzida a dose de ajuste, de 1,5 a 1 ponto

O Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central (BC) subiu nesta quarta-feira (16) a meta para os juros básicos (Selic) em novo 1 ponto percentual, a 11,75% ao ano. Manteve, portanto, a despeito do novo choque inflacionária gerado pela guerra, o plano de voo anunciado 42 dias atrás. Ou seja, continuar subindo juros, mas em dose mais branda, não mais em 1,5 ponto como vinham sendo os ajustes.

A decisão da autoridade monetária foi unânime, ao contrário da antevisão do mercado. A maior parte das apostas estava em linha com o Copom. No entanto, parte dos analistas entendia que, com a surpresa surgida no meio do caminho, das duas, uma. Ou o BC se veria forçado a repetir a dose de 1,5 ponto de alta. Ou, ao menos, não pisaria tão fortemente no freio, entregando um ajuste de 1,25 ponto.

Para a próxima reunião, a autoridade monetária anteviu nova alta de 1 ponto. Portanto, a Selic iria para 12,75% na reunião de junho.

De acordo com o BC, o agravamento do cenário, tendo em vista o choque de oferta trazido pela guerra, exige que a Selic "continue avançando significativamente em território ainda mais contracionista". Ou seja, os juros básicos no Brasil caminham para entrar no segundo semestre ainda sem ter alcançado o ponto final de chegada.

"Nas duas reuniões seguintes a de junho, provavelmente devem vir mais uma ou duas altas de juros, levando a Selic a 13,25% ou acima disso", diz Fernando Bresciani, analista de investimentos do Andbank. "É bastante coisa. A gente sabe que a inflação, por causa da guerra, ainda vai chegar e será forte, e há ainda o choque adicional eventualmente trazidos pelos lockdowns na China."

"O tom do Copom, menos duro que o esperado, não ameniza o fato que a redução da Selic, antes prevista para o segundo semestre de 2022, se consolidou apenas para 2023 como o cenário mais provável", diz Idean Alves, sócio da Ação Brasil Investimentos.

João Beck, economista e sócio da BRA, diverge na análise. "Comunicado bastante duro. Apesar da magnitude esperada da alta, citou a guerra como um peso relevante para o balanço de riscos", diz. "O mercado esperava cautela diante de incertezas que o próprio evento traz, mas o comunicado foi enfático e ainda citou o efeito defasado que a alta recente das commodities pode ter."

Maurício Valadares, gestor de renda fixa da AF Invest, vai na mesma linha. "Vai um tom mais duro que o inicialmente esperado, principalmente pela sinalização da próxima reunião", diz. "A cabeça dos participantes dos mercado era de que esse ritmo seria reduzido em junho. Mas, quando se vê o aviso de piora do cenário externo, fica clara a postura mais dura, sem prever o final do ciclo de alta."

A sequência atual de altas começou em março de 2021. No entanto, sem conseguir trazer a inflação para dentro da meta. Em 2021, quando o alvo era 3,75% ao ano, foi estilhaçado o teto de tolerância, de 5,25%, com a inflação em 12 meses lambendo os batendo 10,06%.

Nesta ano, a meta está nos 3,5%, e o teto, em 5,00%. E os últimos dados revelam uma inflação mensal que simplesmente dobrou de janeiro a fevereiro, alcançando em 12 meses o patamar de 10,56%. Tudo isso sem nem mesmo contemplar ainda o reajuste recente de combustíveis. Que, por sinal, já trouxe descontrole ainda maior sobre as expectativas do mercado. Analistas agora esperam por salto acumulado pelo IPCA em 2022 na ordem dos 7%.

Com os 11,75% ao ano alcançados neste noite, os juros básicos aprofundam a viagem no universo dos dois dígitos começada em janeiro. Antes disso, a última vez nesse campo foi em julho de 2017.

Naqueles tempos, vale lembrar, o Brasil começava a tirar o pé da recessão, com o consumo devagar quase parando sob alto nível de desemprego. Adicionalmente a essa pressão natural de baixa nos preços, o teto de gastos acabava de ser erguido. Ao trazer mais previsibilidade e algum controle sobre a trajetória do endividamento público, a sensação de risco fiscal, então gritante, foi reduzida. O que, por sua vez, também permitia à Selic habitar patamares mais civilizados.

Mas, de lá para cá, como se sabe, muita água rolou. Veio uma pandemia. A partir de 2020, o mundo inteiro passou a lidar com descompasso inédito entre oferta e demanda. A retomada veloz das grandes economias, na base de incentivos fiscais, mantém a demanda no planeta em níveis muito acima do que os gargalos de produção ainda não superados poderiam suprir. E o resto é história.

Não bastasse a inflação importada, o Brasil é proficiente em caçar problema. Diante da necessidade de custear o socorro à população, nada de cortar ou remanejar despesas. A escolha foi espalhar diversos furos no teto de gastos até chegar na implosão total, no trimestre passado. Ante a perda de confiança na trajetória das contas públicas, o BC a pesou a mão tentando evitar pressões cambiais ainda mais fortes do que as já responsáveis por manter a inflação brasileira acima da média global.

Deu no que deu. Num ciclo de alta ainda com alguma lenha a ser queimada. E, não bastasse, há agora uma guerra servindo de cereja a um bolo amargo.

Para o mercado financeiro local, a renda fixa pagando melhor significa menor poder de relativo de sedução para a renda variável. Já para o internacional, a renda fixa no Brasil passa oferecer retorno pouco mais alinhado à sorte de riscos oferecidos pelo país. Mais dólares podem ser atraídos ou menos afugentados. O que, por sua vez, vai na direção de controlar o canal cambial da inflação. (Valor Econômico 16 de março de 2022)