

## Fragilidades das previsões do Focus e do Copom

*Expectations and Brazilian Monetary Policy Committee shaky forecasts*

DOI: <https://doi.org/10.23925/1806-9029.v35i1e62674>

**Autor:** César Locatelli, mestre em economia política pela PUC-SP, jornalista independente e coordenador para São Paulo da Associação Brasileira de Economistas pela Democracia. E-mail: [f2cesarlocatelli@gmail.com](mailto:f2cesarlocatelli@gmail.com)

 <https://orcid.org/0009-0002-8252-0896>

### Resumo

As projeções e cenários utilizados pelo Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil são consistentes com a realidade posteriormente verificada? Os subsídios colocados à disposição do Comitê através da pesquisa de expectativas com membros do mercado e compiladas no Relatório de Mercado Focus agregam novas e úteis informações para a tomada de decisões de política monetária? São essas as questões que se procurou avaliar através da análise de 34 atas das reuniões do Copom, de dezembro de 2018 a fevereiro de 2023. As frágeis previsões formuladas pelo relatório Focus e pelo Copom evidenciam que as decisões sobre a taxa básica de juros são tomadas em estado de cabal incerteza. A disjuntiva que se apresenta é encontrar métodos mais eficientes de construção de cenários ou aceitar-se o caráter eminentemente político da decisão da taxa de juros básica da economia.

**Palavras-chave:** Política Monetária. Taxa Selic. Focus. Copom. Meta de inflação,

### Abstract

Are the forecasts and scenarios made up by the Brazilian Central Bank's Monetary Policy Committee (Copom) consistent with the ex post data? Are data provided by expectations research among market participants and compiled in Focus Market Readout new and useful to the monetary policy decision making process? These are the questions this paper tried to assess through the analysis of 34 Copom meetings minutes, from December 2018 to February 2023. The shaky forecasts built up by Focus and Copom substantiate that the basic interest rate decisions are made in a utmost uncertainty environment. The trade-off thus presented is either finding more efficient scenario building methods or concede the political character of basic interest rate determination.

**Keywords:** Monetary Policy. Brazil Central Bank. Inflation targeting. Interest rates. Expectations.

**JEL:** E520



## Introdução

*Políticas que confiam muito fortemente em inobserváveis  
podem, com frequência, terminar em lágrimas.  
Athanasios Orphanides*

Ponderando sobre os resultados para a economia, resultantes de distintos perfis e incentivos de um banqueiro central, Mervyn King (1997), então membro do Comitê de Política Monetária do Banco da Inglaterra e, depois, presidente do banco por 10 anos, cunhou a expressão “inflation nutter” (algo como o “lelé da inflação”) para referir-se a um tipo de “presidente [de Banco Central] que colocaria peso somente sobre a inflação e nenhum sobre a estabilização do produto”. No extremo oposto, estaria o “employment nutter” (algo como o “lelé do emprego”), caracterizado por ele como “aquele que mira somente no produto e no emprego, não dando qualquer peso para a inflação”.

A condução da política monetária de uma nação apresenta inúmeras complexidades e enormes desafios. Manter oscilações de preços dentro de certos intervalos e, simultaneamente, incentivar um nível ótimo e estável do emprego não tem nada de simples. A adoção do regime de metas de inflação deu um falso conforto para os envolvidos com o problema. Há muitas suspeitas de que eventuais ganhos na inflação tenham se dado por outras causas. Ademais, alguns testes revelam que esse regime impõe custos ao emprego.

Ao avaliarem a queda da inflação em países que adotaram o RMI, comparativamente àqueles que não adotaram esse regime, Bhalla, Bhasin e Loungani (2022) concluíram que o retorno à média da inflação provê uma melhor explicação. “A adoção formal de um regime de metas de inflação (RMI) não é necessária nem suficiente para melhorar a inflação ou os resultados do crescimento”, explicam.

Eles não descartam que a moderação da inflação quase universal das últimas décadas pode ser resultante de melhor condução da política monetária, mas entendem que fatores estruturais, não monetários, podem ser a explicação e merecem ser seriamente considerados. “O regime de metas de inflação pode ser pior que placebo, pois placebo não tem efeitos danosos a quem o ingere e pode haver custos para a nação que adota o regime de metas de inflação”, diz Loungani no webinar que apresentou os resultados da pesquisa.

Zhang e Wang (2022) revisaram a literatura sobre o Regime de Metas de Inflação (RMI). Ao apresentarem a compilação de mais de 20 trabalhos, publicados entre 1983 e 2022, os autores inoculam a dúvida, em seus leitores, quanto ao custo-benefício dessa estrutura de condução da política monetária.

Zhongxia Zhang, do Fundo Monetário Internacional, e Shiyi Wang, da Southwestern University of Finance and Economics em Chengdu, entendem que as recentes altas nos preços de energia e alimentos os leva a reconhecer que “a estrutura do RMI não é muito



boa para lidar com choques de preços de commodities, que se mostram significativos para os resultados da inflação neste estudo”. Advertem que a elevação das taxas básicas de juros domésticas “pode não conseguir dissipar os aumentos globais dos preços das commodities”, em detrimento da confiança no Banco Central.

Em suas conclusões finais, os autores “sugerem” que “melhores históricos na condução do RMI não se traduzem em crescimento econômico e taxas de inflação mais favoráveis no curto prazo”. E reforçam que “consistentes com pesquisas anteriores, nossos resultados confirmam que a adoção da estrutura de RMI não melhora o desempenho macroeconômico dos países em termos de crescimento e inflação”.

Ainda mais contundente, Rudd (2021) inicia seu artigo, em que discute se as expectativas têm, de fato, a influência propalada na inflação, com a seguinte afirmação: “a economia convencional está repleta de ideias que ‘todo mundo sabe’ que são verdadeiras, mas que na verdade são notórios nonsense”.

O analista sênior do Federal Reserve Board explica que “economistas e formuladores de políticas econômicas acreditam que as expectativas de inflação futura das famílias e empresas são um fator determinante da inflação real. Uma revisão da literatura teórica e empírica relevante sugere que essa crença se baseia em fundamentos extremamente frágeis e agrega argumentos para defender que a adesão acrítica a tal crença pode, facilmente, levar a sérios erros de política”. (RUDD, 2021)

O objetivo do presente exercício, embora motivado pelos argumentos precedentes, não é exatamente discutir teoricamente a (in)efetividade do regime de metas de inflação, mas mostrar a incerteza que permeia a aparente “tecnicidade” das decisões. A avaliação que se pretende se dará a partir da simples comparação entre os cenários que embasaram as decisões de política monetária e a realidade que se sucedeu. Foram selecionadas 34 atas de reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil (BC).

Tais atas, que buscam informar os assuntos abordados e as decisões tomadas a cada reunião, são divulgadas na semana seguinte à data da reunião e têm entre 19 e 34 parágrafos divididos em quatro temas: A) Atualização da conjuntura econômica e do cenário do Copom; B) Cenários e análise de riscos; C) Discussão sobre a condução da política monetária e D) Decisão de política monetária. Para possibilitar uma visualização horizontal e vertical das atas foi construída uma planilha em que cada célula contém um parágrafo das atas das reuniões números 219, de dezembro de 2018, até a de número 252, de janeiro de 2023.

As reuniões do Copom recebem quase 30 pessoas, entre diretores, chefes de departamentos e chefes adjuntos do Banco Central do Brasil. São, entretanto, o presidente e os oito diretores aqueles que têm direito a voto. Votam Presidente; Diretor de Relacionamento, Cidadania e Supervisão de Conduta (Direc); Diretor de Fiscalização (Difis); Diretor de Política Econômica (Dipec); Diretor de Política Monetária (Dipom); Diretora de Assuntos Internacionais e de Gestão de Riscos Corporativos

(Direx); Diretor de Organização do Sistema Financeiro e de Resolução (Diorf); Diretor de Regulação (Dinor) e Diretora de Administração (Dirad).

Para cada ata do Copom, avaliamos dois outros relatórios imediatamente anteriores a cada reunião, também produzidos de BCB. A Resenha do Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab) é semanal e traz dados dos leilões primários de títulos públicos, das operações de swap cambial, das operações definitivas do mercado secundário de títulos públicos e das operações compromissadas que tenham o BC como contraparte. Além disso, a resenha Demab mostra a curva de juros baseada em dados das operações de swap DI x Pré cursadas na B3. O Focus Relatório de Mercado, também semanal, compila as expectativas de agentes selecionados do mercado, especialmente financeiro, sobre inflação, câmbio, PIB, taxa Selic etc. para os anos corrente e futuros. A esta introdução seguem: a seção 2 em que se busca avaliar as previsões publicadas no boletim Focus e nas atas do Copom, a seção 3 em que se examina o conjunto de previsões utilizadas em reuniões selecionadas e, por fim, a seção 4 com breves considerações finais.

### **Avaliação das previsões**

A Tabela I foi construída com dados do Focus Relatório de Mercado, publicado semanalmente pelo Banco Central do Brasil. As linhas correspondem a cada reunião do Copom e mostram um número de ordem, o número da reunião, o mês e ano da reunião, o centro da meta vigente na data e a decisão de taxa de juro tomada na reunião. No espaço superior da tabela é mostrado o IPCA efetivamente registrado pelo IBGE para cada ano. Os dados, nas linhas correspondentes a cada reunião do Copom estudada, são as expectativas do boletim Focus para cada ano.

Tabela 1 - Previsão de Inflação - Focus Relatório de Mercado											
					IPCA efetivo ano-calendário						
					4,31%	4,52%	10,06%	5,79%			
					IPCA Projeção Focus						
	Reunião	Data	Centro da Meta	Decisão Selic	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1	219	12/2018	4,50%	6,50%	4,07%	4,00%	3,75%				
2	220	02/2019	4,25%	6,50%	3,94%	4,00%	3,75%	3,75%			
3	221	03/2019	4,25%	6,50%	3,87%	4,00%	3,75%	3,75%			
4	222	05/2019	4,25%	6,50%	4,04%	4,00%	3,75%	3,75%			
5	223	06/2019	4,25%	6,50%	3,84%	4,00%	3,75%	3,75%			
6	224	07/2019	4,25%	6,00%	3,80%	3,90%	3,75%	3,50%			
7	225	09/2019	4,25%	5,50%	3,45%	3,80%	3,75%	3,50%			
8	226	10/2019	4,25%	5,00%	3,29%	3,60%	3,75%	3,50%			
9	227	12/2019	4,25%	4,50%	3,84%	3,60%	3,75%	3,50%			
10	228	02/2020	4,00%	4,25%		3,40%	3,75%	3,50%	3,50%		
11	229	03/2020	4,00%	3,75%		3,10%	3,65%	3,50%	3,50%		
12	230	05/2020	4,00%	3,00%		1,97%	3,30%	3,50%	3,50%		
13	231	06/2020	4,00%	2,25%		1,60%	3,00%	3,50%	3,50%		
14	232	08/2020	4,00%	2,00%		1,63%	3,00%	3,50%	3,25%		
15	233	09/2020	4,00%	2,00%		1,94%	3,01%	3,50%	3,25%		
16	234	10/2020	4,00%	2,00%		2,99%	3,10%	3,50%	3,25%		
17	235	12/2020	4,00%	2,00%		4,21%	3,34%	3,50%	3,25%		
18	236	01/2021	3,75%	2,00%			3,43%	3,50%	3,25%	3,22%	
19	237	03/2021	3,75%	2,75%			4,60%	3,50%	3,25%	3,25%	
20	238	05/2021	3,75%	3,50%			5,04%	3,61%	3,25%	3,25%	
21	239	06/2021	3,75%	4,25%			5,82%	3,78%	3,25%	3,25%	
22	240	08/2021	3,75%	5,25%			6,79%	3,81%	3,25%	3,00%	
23	241	09/2021	3,75%	6,25%			8,35%	4,10%	3,25%	3,00%	
24	242	10/2021	3,75%	7,75%			8,96%	4,40%	3,27%	3,02%	
25	243	12/2021	3,75%	9,25%			10,18%	5,02%	3,50%	3,10%	
26	244	02/2022	3,50%	10,75%				5,38%	3,50%	3,00%	3,00%
27	245	03/2022	3,50%	11,75%				6,45%	3,70%	3,15%	3,00%
28	246	05/2022	3,50%	12,75%				7,89%	4,10%	3,20%	3,00%
29	247	06/2022	3,50%	13,25%				8,50%	4,70%	3,25%	3,00%
30	248	08/2022	3,50%	13,75%				7,15%	5,33%	3,30%	3,00%
31	249	09/2022	3,50%	13,75%				6,00%	5,01%	3,50%	3,00%
32	250	10/2022	3,50%	13,75%				5,60%	4,94%	3,43%	3,00%
33	251	12/2022	3,50%	13,75%				5,92%	5,08%	3,50%	3,00%
34	252	02/2023	3,25%	13,75%					5,74%	3,90%	3,50%

Elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil - Focus Relatório de Mercado

Podemos ver, por exemplo, como evoluiu a expectativa para o IPCA de 2021: em dezembro de 2018 e durante todo o ano 2019, esperava-se um IPCA de 3,75% para 2021. Ao longo de 2020, a expectativa caiu até 3,00%, em meados do ano, e fechou o ano em 3,34%. A expectativa no início de 2021 era 3,43% e foi subindo rapidamente até 10,18% em dezembro de 2021. A inflação em 2021, medida pelo IBGE, foi 10,06%.

A Tabela 2 mostra a expectativa para a taxa Selic de fim de período, ou a taxa Selic que se espera fechar o ano. Na linha superior temos as taxas que efetivamente estavam vigentes ao final de cada ano. As linhas correspondentes às reuniões do Copom são preenchidas com as expectativas registradas pelo boletim Focus da data imediatamente anterior à reunião.

**Tabela 2 - Previsão da taxa Selic - Focus Relatório de Mercado**

					Selic fim de período							
					4,50%	2,00%	9,25%	13,75%				
					Selic fim de período Projeção Focus							
	Reunião	Data	Centro da Meta	Decisão Selic	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
1	219	12/2018	4,50%	6,50%	7,50%	8,00%	8,00%					
2	220	02/2019	4,25%	6,50%	6,50%	8,00%	8,00%	8,00%				
3	221	03/2019	4,25%	6,50%	6,50%	8,00%	8,00%	8,00%				
4	222	05/2019	4,25%	6,50%	6,50%	7,50%	8,00%	8,00%				
5	223	06/2019	4,25%	6,50%	5,75%	6,50%	7,50%	7,50%				
6	224	07/2019	4,25%	6,00%	5,50%	5,50%	7,00%	7,00%				
7	225	09/2019	4,25%	5,50%	5,00%	5,00%	7,00%	7,00%				
8	226	10/2019	4,25%	5,00%	4,50%	4,50%	6,38%	6,50%				
9	227	12/2019	4,25%	4,50%	4,50%	4,50%	6,25%	6,50%				
10	228	02/2020	4,00%	4,25%		4,25%	6,00%	6,50%	6,50%			
11	229	03/2020	4,00%	3,75%		3,75%	5,25%	6,00%	6,25%			
12	230	05/2020	4,00%	3,00%		2,75%	3,75%	5,50%	6,00%			
13	231	06/2020	4,00%	2,25%		2,25%	3,00%	6,00%	6,00%			
14	232	08/2020	4,00%	2,00%		2,00%	3,00%	4,90%	6,00%			
15	233	09/2020	4,00%	2,00%		2,00%	2,50%	4,50%	5,50%			
16	234	10/2020	4,00%	2,00%		2,00%	2,75%	4,50%	6,00%			
17	235	12/2020	4,00%	2,00%		2,00%	3,00%	4,50%	6,00%			
18	236	01/2021	3,75%	2,00%			3,25%	4,75%	6,00%	6,00%		
19	237	03/2021	3,75%	2,75%			4,50%	5,50%	6,00%	6,00%		
20	238	05/2021	3,75%	3,50%			5,50%	6,25%	6,50%	6,50%		
21	239	06/2021	3,75%	4,25%			6,25%	6,50%	6,50%	6,50%		
22	240	08/2021	3,75%	5,25%			7,00%	7,00%	6,50%	6,50%		
23	241	09/2021	3,75%	6,25%			8,00%	8,50%	6,75%	6,50%		
24	242	10/2021	3,75%	7,75%			8,75%	9,50%	7,00%	6,50%		
25	243	12/2021	3,75%	9,25%			9,25%	11,25%	8,00%	7,00%		
26	244	02/2022	3,50%	10,75%				11,75%	8,00%	7,00%	7,00%	
27	245	03/2022	3,50%	11,75%				12,75%	8,75%	7,50%	7,00%	
28	246	05/2022	3,50%	12,75%				13,25%	9,25%	7,20%	7,00%	
29	247	06/2022	3,50%	13,25%				13,25%	10,00%	7,50%	7,50%	
30	248	08/2022	3,50%	13,75%				13,75%	11,00%	8,00%	7,50%	
31	249	09/2022	3,50%	13,75%				13,75%	11,25%	8,00%	7,50%	
32	250	10/2022	3,50%	13,75%				13,75%	11,25%	8,00%	7,75%	
33	251	12/2022	3,50%	13,75%				13,75%	11,75%	8,50%	8,00%	
34	252	02/2023	3,25%	13,75%					12,50%	9,50%	8,50%	

Elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil - Focus Relatório de Mercado

Ainda não se sabe a taxa Selic que fechará o ano de 2023. As expectativas quanto a essa taxa, entretanto, começaram em 6,5% em 2020, mantiveram-se próximas desse valor durante 2021 e fecharam o ano em 8,00%. O ano de 2022 iniciou indicando 8,00% para a taxa Selic de fechamento de 2023, subiu para 10,00% e 11,00% no meio do ano e fechou 2022 em 11,75%. A previsão anterior à primeira reunião do Copom de 2023 indicava uma taxa Selic de 12,50% para o fim do ano.

A Tabela 3 contém as expectativas para a taxa de câmbio no fim de cada ano. A primeira linha mostra como fechou a cotação do dólar em cada ano. As linhas mostram a expectativa imediatamente anterior a cada uma das reuniões do Copom nesses anos aqui avaliados.

**Tabela 3 - Previsão da taxa de câmbio - Focus Relatório de Mercado**

					Câmbio fim de período Projeção Focus						
					4,03	5,20	5,58	5,22			
					Projeção Câmbio Focus fim de período						
	Reunião	Data	Centro da Meta	Decisão Selic	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1	219	12/2018	4,50%	6,50%	3,80	3,80	3,86				
2	220	02/2019	4,25%	6,50%	3,70	3,75	3,80	3,86			
3	221	03/2019	4,25%	6,50%	3,70	3,75	3,80	3,85			
4	222	05/2019	4,25%	6,50%	3,75	3,80	3,83	3,90			
5	223	06/2019	4,25%	6,50%	3,80	3,80	3,85	3,90			
6	224	07/2019	4,25%	6,00%	3,75	3,80	3,85	3,88			
7	225	09/2019	4,25%	5,50%	3,90	3,90	3,90	3,95			
8	226	10/2019	4,25%	5,00%	4,00	4,00	3,95	4,00			
9	227	12/2019	4,25%	4,50%	4,15	4,10	4,00	4,00			
10	228	02/2020	4,00%	4,25%		4,10	4,05	4,10	4,11		
11	229	03/2020	4,00%	3,75%		4,35	4,20	4,20	4,30		
12	230	05/2020	4,00%	3,00%		5,00	4,75	4,50	4,57		
13	231	06/2020	4,00%	2,25%		5,20	5,00	4,80	4,80		
14	232	08/2020	4,00%	2,00%		5,20	5,00	4,80	4,80		
15	233	09/2020	4,00%	2,00%		5,25	5,00	4,90	4,90		
16	234	10/2020	4,00%	2,00%		5,40	5,20	4,90	4,90		
17	235	12/2020	4,00%	2,00%		5,22	5,10	5,00	4,94		
18	236	01/2021	3,75%	2,00%			5,00	4,90	4,89	4,96	
19	237	03/2021	3,75%	2,75%			5,30	5,20	5,00	5,00	
20	238	05/2021	3,75%	3,50%			5,40	5,40	5,20	5,08	
21	239	06/2021	3,75%	4,25%			5,18	5,20	5,10	5,00	
22	240	08/2021	3,75%	5,25%			5,10	5,20	5,00	5,00	
23	241	09/2021	3,75%	6,25%			5,20	5,23	5,07	5,10	
24	242	10/2021	3,75%	7,75%			5,45	5,45	5,20	5,10	
25	243	12/2021	3,75%	9,25%			5,56	5,55	5,40	5,30	
26	244	02/2022	3,50%	10,75%				5,60	5,50	5,40	5,39
27	245	03/2022	3,50%	11,75%				5,30	5,21	5,20	5,20
28	246	05/2022	3,50%	12,75%				5,00	5,04	5,00	5,02
29	247	06/2022	3,50%	13,25%				5,01	5,05	5,03	5,13
30	248	08/2022	3,50%	13,75%				5,20	5,20	5,10	5,15
31	249	09/2022	3,50%	13,75%				5,20	5,20	5,11	5,15
32	250	10/2022	3,50%	13,75%				5,20	5,20	5,11	5,15
33	251	12/2022	3,50%	13,75%				5,25	5,25	5,23	5,21
34	252	02/2023	3,25%	13,75%					5,25	5,30	5,30

Elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil - Focus Relatório de Mercado

Assim, olhando, por exemplo, as expectativas para 2025, descobre-se que variaram entre R\$5,02, em maio de 2022, e R\$5,39 em janeiro de 2022. A previsão, antes da mais recente reunião do Copom, indicava a expectativa de dólar fechando 2023 a R\$5,30. Passeando pelas expectativas é possível termos uma ideia de suas variações assim como do desvio que elas, em muitos momentos, apresentam para o número real final. Como exemplo, em setembro de 2020, a pouco mais de três meses do final do ano, o Focus esperava um IPCA de 1,94%. O IPCA efetivamente verificado foi mais que o dobro dessa previsão: 4,52%.

A tabela 4 trata das projeções elaboradas pelo Copom, referidas nas atas como cenário básico ou cenário de referência. As linhas numeradas de 1 a 34 representam as atas avaliadas e contém o número da reunião do Copom, o mês e o ano, o centro da meta de inflação vigente e a decisão e taxa Selic.

Tabela 4 – Previsão para a inflação e preços administrados - Copom

Tabela 4 – Previsão para a inflação e preços administrados - Copom																
					IPCA efetivo ano-calendário						IPCA preços administrados efetivo					
					4,31%	4,52%	10,06%	5,79%			5,54%	2,63%	16,90%	-3,82%		
					IPCA Cenário Básico						Projeção preços administrados					
	Reunião	Data	Centro da Meta	Selic	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	219	12/2018	4,50%	6,50%	3,90%	3,60%					5,20%	4,00%				
2	220	02/2019	4,25%	6,50%	3,90%	3,80%					5,10%	4,70%				
3	221	03/2019	4,25%	6,50%	3,90%	3,80%					5,10%	4,70%				
4	222	05/2019	4,25%	6,50%	4,10%	3,90%					5,30%	5,00%				
5	223	06/2019	4,25%	6,50%	3,60%	3,90%					3,90%	4,60%				
6	224	07/2019	4,25%	6,00%	3,60%	3,90%					4,10%	4,60%				
7	225	09/2019	4,25%	5,50%	3,30%	3,60%					3,50%	4,50%				
8	226	10/2019	4,25%	5,00%	3,40%	3,60%	3,50%				5,20%	4,00%	3,80%			
9	227	12/2019	4,25%	4,50%	4,00%	3,50%	3,40%				5,10%	3,60%	3,50%			
10	228	02/2020	4,00%	4,25%	4,00%	3,50%	3,70%					3,70%	4,10%			
11	229	03/2020	4,00%	3,75%		3,00%	3,60%					1,50%	3,90%			
12	230	05/2020	4,00%	3,00%		2,40%	3,40%					0,70%	3,90%			
13	231	06/2020	4,00%	2,25%		2,00%	3,20%					1,30%	3,80%			
14	232	08/2020	4,00%	2,00%		1,90%	3,00%	3,40%				1,60%	3,40%	3,90%		
15	233	09/2020	4,00%	2,00%		2,10%	2,90%	3,30%				0,00%	4,30%	3,70%		
16	234	10/2020	4,00%	2,00%		3,10%	3,10%	3,30%				0,80%	5,10%	3,90%		
17	235	12/2020	4,00%	2,00%		4,30%	3,40%	3,40%				2,30%	5,70%	3,60%		
18	236	01/2021	3,75%	2,00%			3,60%	3,40%					5,10%	3,00%		
19	237	03/2021	3,75%	2,75%			5,00%	3,50%					9,50%	4,40%		
20	238	05/2021	3,75%	3,50%			5,10%	3,40%					8,40%	5,00%		
21	239	06/2021	3,75%	4,25%			5,80%	3,50%					9,70%	5,10%		
22	240	08/2021	3,75%	5,25%			6,50%	3,50%	3,20%				10,00%	4,60%	4,60%	
23	241	09/2021	3,75%	6,25%			8,50%	3,70%	3,20%				13,70%	4,20%	4,80%	
24	242	10/2021	3,75%	7,75%			9,50%	4,10%	3,10%				17,10%	5,20%	5,10%	
25	243	12/2021	3,75%	9,25%			10,20%	4,70%	3,20%				16,70%	3,80%	5,20%	
26	244	02/2022	3,50%	10,75%				5,40%	3,20%					6,60%	5,40%	
27	245	03/2022	3,50%	11,75%				7,10%	3,40%					9,50%	5,90%	
28	246	05/2022	3,50%	12,75%				7,30%	3,40%					6,40%	5,70%	
29	247	06/2022	3,50%	13,25%				8,80%	4,00%	2,70%				7,00%	6,30%	3,30%
30	248	08/2022	3,50%	13,75%				6,80%	4,60%	2,70%				-1,30%	8,40%	3,60%
31	249	09/2022	3,50%	13,75%				5,80%	4,60%	2,80%				-4,00%	9,30%	3,70%
32	250	10/2022	3,50%	13,75%				5,80%	4,80%	2,90%				-3,90%	9,40%	3,80%
33	251	12/2022	3,50%	13,75%				6,00%	5,00%	3,00%				-3,60%	9,10%	4,20%
34	252	02/2023	3,25%	13,75%					5,60%	3,40%					10,60%	5,00%

Elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil - Atas de Reunião do Comitê de Política Monetária

O primeiro bloco mostra, na linha superior os IPCAs efetivamente registrados pelo IBGE, e nas linhas seguintes as projeções feitas pelo Copom em cada reunião. Vejamos, por exemplo, as projeções da reunião 232 de agosto de 2020:

“No cenário híbrido, com trajetória para a taxa de juros extraída da pesquisa Focus e taxa de câmbio constante a R\$5,20/US\$2, as projeções de inflação do Copom situam-se em torno de 1,9% para 2020, 3,0% para 2021 e 3,4% para 2022”, diz a ata. As taxas de inflação registraram, efetivamente, 4,52%, 10,06% e 5,79% para 2020, 2021 e 2022. As previsões do Copom subestimaram a inflação em 138%, 235% e 70%, respectivamente. O segundo bloco apresenta a inflação somente dos preços administrados e as projeções do Copom reveladas nas suas atas de reunião. Tomando a mesma reunião 232 de agosto de 2020, diz a ata: “Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de 1,6% para 2020, 3,4% para 2021 e 3,9% para 2022.” O IPCA administrados registrou 2,63%, 16,9% e -3,82% em 2020, 2021 e 2022, portanto, desvios de 64%, 397% e 198%.



Desse modo, a Tabela 4 permite observar a trajetória das projeções ao longo do tempo. Tomemos, por exemplo, a coluna da inflação do ano de 2022, que foi calculada em 5,79%. No fim de 2020, o Copom projetava 3,40%. Durante o ano de 2020, manteve-se em torno de 3,40% e subiu para 4,10% e 4,70% no final do ano. Começou 2022 projetando 5,40%, pulou para 7,10%, 7,40% e 8,80% (em junho). No segundo semestre, voltou a cair para firmar-se na proximidade do IPCA realmente observado.

## Atas selecionadas

O foco seguinte é voltado para reuniões escolhidas para darem uma visão geral das projeções à disposição dos membros do Copom. Um conjunto de cenários e projeções de cada reunião estudada são contrapostos aos dados observados na realidade ex post. São agregadas, ainda, taxas de colocação de títulos públicos e taxas de negociação de swaps DI x pré registrados na B3. As reuniões foram selecionadas especialmente quando a decisão do Copom era reverter ou acelerar o passo de elevação ou queda da taxa básica.

### Reunião 215 – junho 2018

Meta de inflação vigente: 4,5% +/- 1,5%

Decisão da reunião: manutenção da taxa em 6,5%

A taxa de inflação, medida pelo IPCA, para o ano de 2019 foi calculada em 4,31%. Essa medida, usada pelo Copom para indicar a meta de inflação a cada ano-calendário, é dada pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), mensalmente pesquisado e divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

O Copom, conforme reafirmado com frequência em suas atas de reunião, entende que o horizonte relevante para a política monetária é dado por seis trimestres. Isso quer dizer que sua decisão de subir ou baixar a taxa de juros básica da economia, a taxa Selic, leva em conta, principalmente, as expectativas e os cenários traçados para os próximos meses, até o limite de um ano e meio.

Assim, para avaliarmos as expectativas e os cenários para o ano de 2019, voltamos à reunião 215 do Copom, de jun/18, seis semestres anteriores ao final de 2019. Nessa reunião, que decidiu manter a taxa de juros em 6,5% ao ano, levou-se em conta que a expectativa do relatório de mercado Focus, de 15/06/18, para a inflação de 2019 era 4,10% (3,88% para 2018). Para a taxa Selic que vigoraria no final de 2019 a expectativa era 8% (6,5% para 2018) e para a taxa de câmbio, também para o fim de 2019 era R\$ 3,60 (R\$ 3,6 para o final de 2018).

As expectativas do boletim Focus, com seis trimestres de antecedência, se confirmaram? O IPCA de 2019 foi 4,31% contra 4,10% como previa o Focus. A taxa Selic fechou 2019 em 4,5%, contra 8,0% esperado, e a taxa de câmbio, esperada em R\$ 3,60 por dólar, terminou 2019 em R\$ 4,03.

O cenário básico traçado pelo Copom utilizou a trajetória de juros e taxa de câmbio esperadas pelo boletim Focus, que vimos de avaliar, e concluiu que a projeção da inflação



de 2019 seria de 3,7%, contra a inflação efetivamente observada de 4,31%. O cenário da ata da reunião 215 do Copom projeta ainda inflação de preços administrados de 4,6% para 2019. Os preços administrados subiram realmente 5,54% naquele ano.

É preciso apontar os desvios nas expectativas e projeções e, no entanto, ressaltar que havia uma tensão perceptível no mercado, dados que alguns leilões primários de venda foram cancelados e foram feitos leilões extraordinários de compra. Diz o trecho da resenha Demab da semana 11/6/18 a 15/6/18:

“Em 8 de junho, em razão das condições vigentes no mercado financeiro, o Tesouro Nacional informou que cancelaria o leilão de venda de Notas do Tesouro Nacional, série B – NTN-B programado para o dia 12/06/2018, e os leilões de venda de Letras do Tesouro Nacional – LTN e Notas do Tesouro Nacional, série F - NTN-F, programados para o dia 14/06/2018. Adicionalmente, informou que seriam realizados, entre os dias 11/06/2018 e 15/06/2018, leilões extraordinários de compra e venda de NTN-F, com vencimentos em 01/01/2023, 01/01/2025, 01/01/2027 e 01/01/2029.”

Saliente-se que: i. Letras do Tesouro Nacional (LTN), são títulos com taxas prefixadas; ii. Notas do Tesouro Nacional série B (NTN-B), são papéis corrigidos pelo IPCA mais uma taxa de juros e iii. Notas do Tesouro Nacional série F (NTN-F), são títulos prefixados mais longos.

Pois bem, além de não vender, o Tesouro recomprou aproximadamente R\$ 5 bilhões de NTN-F, com vencimentos entre 2023 e 2029. As taxas ficaram entre a mínima de 10,54%, para o vencimento de 1/1/23, e 12,19%, para o vencimento 1/1/29. O leilão de compra e a forte inclinação ascendente da curva de juros (8,17% para 1 ano e 9,50% para dois anos) são indicativos de incerteza e conturbação no mercado financeiro. A decisão de manter a taxa de juros em 6,5%, independentemente dos sinais que vinham do mercado financeiro, deveu-se à percepção que seu papel era ajudar a reverter o quadro traçado no início da ata, caracterizado por “alto nível de ociosidade dos fatores de produção, refletido nos baixos índices de utilização da capacidade da indústria e, principalmente, na taxa de desemprego”.

### **Reunião 224 – julho 2019**

Meta de inflação vigente: 4,25% +/- 1,5%

Decisão da reunião: redução da taxa para 6,0%

A reunião 224 do Copom, julho de 2019, decidiu pelo corte da meta da taxa Selic de 6,5% para 6,0%. Ainda não se sabia naquele momento, mas seria uma sucessão de cortes até 2,0% nos meses seguintes. Para avaliar as expectativas e os cenários daquele momento, comparamos com os números efetivamente ocorridos no final de 2019 e 2020.

O boletim Focus, 26/07/19, imediatamente anterior à reunião do Copom esperava um IPCA de 3,80% e 3,90%, respectivamente para 2019 e 2020. A inflação efetivamente ocorrida foi 4,31%, em 2019, e 4,52% em 2020. A taxa Selic esperada era 5,5% tanto para o final de 2019 quanto para o final de 2020. A taxa terminou 2019, efetivamente,



em 4,50% e 2020 em 2,00%. A expectativa para a taxa de câmbio era R\$3,75 e R\$ 3,80 por dólar, para o fim de 2019 e 2020. O dólar fechou 2019 em R\$ 4,03 e R\$ 5,20.

O cenário básico elaborado pelo Copom, usando as projeções de juros e câmbio colhidas pelo Focus, mostravam IPCA de 3,6% para 2019 e 3,9% para 2020, contra IPCA efetivo de 4,31% e 4,52%. Os desvios foram, portanto, de 0,71 e 0,62. Faltando, portanto, 5 meses para fechar o ano, o cenário básico do Copom subestimou o IPCA de 2019 em 20% e, a praticamente seis trimestres do final de 2020, subestimou o IPCA em 16%.

O cenário do Copom projetou, ainda, a inflação de preços administrados: 4,1% para 2019 e 4,6% para 2020. As taxas efetivamente observadas no IPCA administrados foram 5,54% e 2,63%. O IPCA administrados de 2019 foi subestimado em 1,44 pontos percentuais e foi superestimado em 1,97 para 2020. Os desvios representam 35% e 43%, respectivamente.

Na semana anterior à reunião do Copom, quando a taxa Selic ainda estava em 6,5%, foram leiloadas pelo Tesouro LTNs com vencimentos em 1/4/20 e 1/10/21 a 5,45% e 5,81%, o que já sinalizava uma expectativa do mercado por queda da taxa Selic no curto prazo. O mercado de swap DI x Pré também sinalizava queda: no dia 26/7, a taxa de 1 ano ficou em 5,42% e a de 2 anos em 5,69%. Somente a taxa de 3 anos (6,11%) chegava no nível da taxa decidida na reunião de 6,00%

### **Reunião 230 – maio 2020**

Meta de inflação vigente: 4,00% +/- 1,5%

Decisão da reunião: redução da taxa para 3,0%

A desaceleração das economias já era bastante evidente quando o Copom realizou essa reunião 230 em maio de 2020. O relatório de mercado Focus, 30/04/20, revelava previsões de inflação de 1,94% e 3,3% para 2020 e 2021. As inflações verificadas nestes anos, contudo, foram 4,52% e 10,06%.

A mediana das respostas ao Focus indicava taxa Selic de fim de período em 2,75% e 3,75%, respectivamente para 2020 e 2021. A taxa Selic fechou 2020 em 2% e fechou 2021 em 9,25%. Projetavam, ainda, que o dólar fecharia 2020 em R\$5,00/US\$ e 2021 em R\$4,75/US\$. A taxa de câmbio fechou 2020 em R\$ 5,20 e R\$ 5,58.

No cenário dito “híbrido”, em que o modelo do Copom trabalha com as trajetórias de juros e câmbio extraídas, as projeções para o IPCA eram 2,4% para 2020 e 3,4% para 2021. Foram efetivamente 4,52% em 2020 e 10,06% em 2021. O cenário subestimou, portanto, o IPCA de 2020 em 2,12 pontos percentuais e o IPCA de 2021 em 6,66 p.p. Em termos percentuais foram desvios de 88% e 196%. A 7 meses do fim do ano, o IPCA de 2020 foi quase duas vezes superior ao estimado pelo Copom. Ademais, a inflação de 2021 foi quase três vezes superior à estimada pelo cenário elaborado pelo Copom no horizonte relevante de seis semestres.

As projeções para inflação de preços administrados foram 0,7% para 2020 e 3,8% para 2021. O IPCA administrados efetivo de 2020 foi de 2,63% e o de 2021 foi 16,90%. A distância entre as projeções e as taxas de inflação dos preços administrados ficou portanto em 1,93 p.p para 2020 e 13,1 p.p para 2021. O IPCA administrados observado



foi 2,75 vezes superior ao projetado para 2020 e 3,33 vezes superior ao projetado em 2021.

As taxas de swap Di x pré, publicadas na Resenha Demab do período 27/04 e 30/04, quando a taxa Selic ainda estava em 3,75%, indicavam a queda para 1 ano (2,94%), subida para 2 anos (3,96%) e subida mais forte para 3 anos (5,13). Taxas compatíveis com as aceitas nos leilões de LTN: a 01/01/21 saiu a 3,01% e a 01/04/22 saiu a 4,12%.

Nas explicações sobre a decisão de reduzir a taxa em 0,75 ponto percentual, diz a ata: “O Comitê entende que essa decisão reflete seu cenário básico 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 a meta no horizonte relevante, que inclui o ano-calendário de 2021.”

Ou seja, os riscos não passaram despercebidos, mas os membros do Copom entenderam que, naquele momento, a conjuntura econômica prescrevia “estímulo monetário extraordinariamente elevado”.

### **Reunião 234 – outubro 2020**

Meta de inflação vigente: 4,00% +/- 1,5%

Decisão da reunião: manutenção da taxa em 2,0%

O clima da Reunião 234 do Copom, outubro de 2020, era tomado pela “ressurgência da pandemia” na maiores economias. No Brasil, os membros do Comitê viam uma recuperação desigual, marcada pelo afastamento social em certos setores e crescimento da atividade em outros.

“As expectativas de inflação para 2020, 2021 e 2022 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 3,0%, 3,1% e 3,5%, respectivamente”, diz o quarto item da ata. As inflações efetivamente observadas pelo IBGE foram 4,52%, 10,06% e 5,79%.

Para o fechamento de 2020, 2021 e 2022, o boletim Focus previa taxa Selic de 2,00%, 2,75% e 4,5%. As taxas que, de fato, fecharam esses anos foram 2,00%, 9,25% e 13,75%. Com referência à taxa de câmbio para o fechamento de 2020, 2021 e 2022, a projeção do Focus era R\$5,40, R\$5,20 e R\$4,90. A taxa de câmbio fechou esses anos a R\$5,40, R\$5,58 e R\$5,22.

No parágrafo 6 da ata da reunião 234 lê-se: “No cenário básico, com trajetória para a taxa de juros extraída da pesquisa Focus e taxa de câmbio partindo de R\$5,60/US\$, e evoluindo segundo a paridade do poder de compra (PPC), as projeções de inflação do Copom situam-se em torno de 3,1% para 2020, 3,1% para 2021 e 3,3% para 2022. (...) Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de 0,8% para 2020, 5,1% para 2021 e 3,9% para 2022.”

Os IPCAs de 2020, 2021 e 2022 foram 4,52%, 10,06 e 5,79%. A inflação do conjunto dos preços administrados ficou em 2,63%, 16,9% e -3,82%. Os desvios percentuais entre as inflações projetadas e observadas foram 46%, 225% e 75%, respectivamente para 2020, 2021 e 2022. Quanto ao IPCA administrados as distâncias ficaram em 229%, 231% e 198%.



Os leilões de LTN da semana 19/10 a 23/10, imediatamente anteriores à reunião 234 do Copom, mostrava taxa 2,24% para a LTN 1/4/21 e 4,52% para o vencimento 1/10/22. Em outras palavras, um papel de 6 meses indicava subida moderada de taxa e um papel de “seis trimestres” embutia forte subida de taxa. A curva extraída dos swaps da B3 indicava 3,17% para um ano e 4,67% para dois anos. Não obstante a forte inclinação ascendente da curva de juros demonstrada tanto pelas taxas das LTNs quanto pelos swaps, a decisão do Copom foi manter a taxa Selic em 2%.

### **Reunião 238 – maio 2021**

Meta de inflação vigente: 3,75 +/- 1,5%

Decisão da reunião: elevação da taxa para 3,5%

A pandemia mais intensa do que o antecipado contrasta com crescimento da economia brasileira. Esse é o clima dessa Reunião 238 do Copom, em maio de 2021. Como de costume, a ata apresenta logo no começo o resultado da mais recente pesquisa Focus, de 30 de abril de 2021: “As expectativas de inflação para 2021, 2022 e 2023 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 5,0%, 3,6% e 3,25%, respectivamente.” Ainda não temos o IPCA de 2023, mas as taxas de 2020 e 2021 foram 10,06% e 5,79%. Divergências entre o previsto e o real de 5,06 pontos percentuais em 2020 e 2,54 em 2021.

O relatório Focus traz a previsão de taxa Selic para o fechamento de 2021 e 2022: 5,50% e 6,25%. As taxas que efetivamente vigoravam no fim de 2021 e 2022 foram 9,25% e 13,75%. Desvios que representam 68% e 120%, no primeiro caso faltavam oito meses para o final da apuração do IPCA e no segundo 20 meses.

As taxas de câmbio esperadas pelos analistas de mercado que formam as expectativas reveladas pelo boletim Focus eram R\$5,40 para os dois finais de ano. Efetivamente, a taxa de câmbio fechou 2021 em R\$5,58 e em R\$5,22 no ano seguinte. Discrepâncias bem pequenas na taxa de câmbio, entre o previsto e o real, em comparação com aquelas da taxa de juros e inflação.

O que dizia o cenário básico do Copom? “No cenário básico, com trajetória para a taxa de juros extraída da pesquisa Focus e taxa de câmbio partindo de R\$5,40/US\$, e evoluindo segundo a paridade do poder de compra (PPC), as projeções de inflação do Copom situam-se em torno de 5,1% para 2021 e 3,4% para 2022.” As diferenças entre a projeção do modelo e a inflação real foram 4,96 pontos percentuais para 2021 e 2,39 para 2022. O que equivale a dizer que em 2021 a inflação foi 97% superior àquela que previa o Copom em maio de 2021 e 70% superior à de 2022.

“Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de 8,4% para 2021 e 5,0% para 2022”, acrescentou a ata. Os preços administrados subiram, de fato, 16,9% em 2021 e caíram 3,82 em 2022. Os percentuais de desvio são, dessa forma, 101% e 175%.

O mercado de títulos públicos e o de swap DI x Pré traziam sinais que não combinavam com essa elevação de 75 pontos base na taxa Selic, de 2,75% para 3,50%? A curva de juros, de 30/04, estava muito íngreme, saía de 2,75% para 3,27% em 1 mês, para 4,30% em 6 meses, para 5,22% em 1 ano e 6,62% em dois anos. A LTN mais curta, 1/7/22, saiu a 5,67%. Aparentemente, havia sinais de que, no jargão do mercado financeiro, o



“Copom estava correndo atrás do mercado”. Em outras palavras, as atuações do Copom referendavam, com atraso, o que o mercado já embutia nos preços. O Copom reconheceu isso ao afirmar que “o Comitê avaliou que na próxima reunião seria adequado outro ajuste da mesma magnitude”.

### **Reunião 242 – outubro 2021**

Meta de inflação vigente: 3,75% +/- 1,5%

Decisão da reunião: elevação da taxa em 1,50 p.p. para 7,75%

Esta reunião 242, outubro de 2021, decidiu subir a taxa Selic em 1,5 ponto percentual, de 6,25% para 7,75. O Copom, ademais, avisou: “para a próxima reunião, o Comitê antevê outro ajuste da mesma magnitude”. E, de fato, sancionou mais dois aumentos de 1,5 p.p., dois aumentos de 1,0 ponto e dois de 0,5 p.p., levando a taxa Selic até 13,75%, em agosto de 2022.

As expectativas de inflação para 2021, 2022 e 2023 apuradas pela pesquisa Focus encontravam-se em 8,96%, 4,4% e 3,27%. O IPCA publicado pelo IBGE foi 10,06% e 5,79, nos anos de 2021 e 2022. Desvios de 12%, faltando pouco mais de dois meses para terminar o ano, e 32%, com pouco menos de cinco trimestres para o final de 2022.

O Focus previa, ainda, 8,75% para a taxa Selic de fim de ano, que terminou, efetivamente, em 9,25%. Para o fim de 2022 a previsão era 9,50% e a taxa real foi 13,75%. Desvios de 6% e 45%. Quanto ao câmbio, eram previstas taxas de R\$5,45 para os dois finais de ano. A taxa de câmbio terminou 2021 em R\$5,58 e R\$5,22 em 2022.

“No cenário básico, com trajetória para a taxa de juros extraída da pesquisa Focus e taxa de câmbio partindo de USD/BRL 5,60, e evoluindo segundo a paridade do poder de compra (PPC), as projeções de inflação do Copom situam-se em torno de 9,5% para 2021, 4,1% para 2022 e 3,1% para 2023”, afirma a ata. O desvio da inflação de 2021 foi de apenas 6%, com o fim de ano bem próximo. O desvio da inflação projetada pelo Copom e a inflação real de 2022 foi de 41%.

“Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de 17,1% para 2021, 5,2% para 2022 e 5,1% para 2023.” Confrontadas essas projeções com a inflação de administrados de 2021 (16,9%) temos 1% de diferença e com relação a de 2022 (-3,82%) temos um desvio de 173%.

As taxas de swap DI x pré de um ano dão uma ideia fiel da subida protagonizada pelo mercado: em 20/07 a taxa era 6,71%, em 20/08 estava em 8,12%, em 20/09 foi para 8,76%, em 20/10 estava em 9,68% e em 25/10, no dia anterior ao da reunião do Copom, saltou para 10,95%. Em outras palavras, a taxa prefixada de um ano saltou mais de 4 pontos percentuais (de 6,71% para 10,95%) em pouco mais de 90 dias.

A declaração na ata de que “Comitê entende que essa decisão reflete seu cenário básico 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 a meta no horizonte relevante, que inclui o ano-calendário de 2022” parece meramente pró-foma..



## Reunião 247 – junho 2022

Meta de inflação vigente: 3,5% +/- 1,5%

Decisão da reunião: elevação de 0,50 para 13,25%

O resumo da conjuntura da reunião 247 do Copom, de jun/22, foi: “O ambiente externo seguiu se deteriorando, marcado por revisões negativas para o crescimento global prospectivo em um ambiente de fortes e persistentes pressões inflacionárias. (...) Bancos centrais de países desenvolvidos e emergentes têm adotado uma postura mais contracionista em reação ao avanço da inflação (...) No âmbito doméstico, o conjunto dos indicadores de atividade econômica divulgado desde a última reunião do Copom indica um crescimento acima do que era esperado pelo Comitê. (...) A inflação ao consumidor segue elevada, com alta disseminada entre vários componentes, se mostrando mais persistente que o antecipado.”

“As expectativas de inflação para 2022, 2023 e 2024 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se 2 (em torno de 8,5%, 4,7% e 3,25%, respectivamente”, afirma a ata. Considerando que o IPCA fechou 2022 em 5,79%, o desvio da projeção para o real foi de 2,71 p.p., equivalente a 32%. O Focus esperava que a taxa Selic terminasse o ano em 13,25% e terminou, de fato, em 13,75%. Quanto à taxa de câmbio esperava-se que estivesse em R\$5,01/US\$ e fechou o ano em R\$5,22/US\$.

No cenário de referência, as projeções de inflação do Copom situaram-se em 8,8% para 2022, 4,0% para 2023 e 2,7% para 2024. Em relação à inflação apurada em 2022 houve uma diferença equivalente a 34%. As projeções para a inflação de preços administrados foram de 7,0% para 2022, 6,3% para 2023 e 3,3% para 2024. Como os preços administrados caíram 3,82% no ano, o desvio da previsão do Copom ficou em 10,82 p.p., ou menos 155% da inflação de preços administrados projetada.

Os leilões primários de LTN indicavam curva de juros levemente descendente. O vencimento 1/4/23 foi vendido a 13,50%, o 1/4/24 a 13,08% e o 1/7/25 a 12,67%. Os swaps DI x pré também indicavam taxas mais longas menores do que a taxa Selic. A taxa de 1 ano estava em 13,34%, a de 2 anos em 12,77% e a de 3 anos em 12,46%.

No ano eleitoral de 2022, não foi cumprida a promessa contida na ata de que “O Copom considera que, diante de suas projeções e do risco de desancoragem das expectativas para prazos mais longos, é apropriado que o ciclo de aperto monetário continue avançando significativamente em território ainda mais contracionista”.

## Considerações finais

Muitas questões cruciais em torno da condução da política monetária, em curso no Brasil desde a adoção do regime de metas de inflação, ficaram ausentes desta nota. Entre outras, sobressaem-se:

- Não se discutiu aqui a filiação teórica subjacente às decisões e comunicações do Copom, por mais evidente que seja a constatação de que a linha teórica seguida por esta composição do Copom não é uma unanimidade entre os economistas;



- Não se abordou o papel do Banco Central na difusão de sentimentos, via de regra negativos, sobre o desempenho fiscal do governo e seu papel nas ditas “reformas modernizadoras”, itens presentes em todas as atas de reunião;
- Não foi examinada a influência que o Banco Central tem, e aquela que poderia ter, nas curvas de juros que vigoram nas operações com prazos superiores a um dia;
- Não se tratou da adequação dos incentivos estabelecidos aos diretores do Banco Central para, entre outras coisas, efetivamente levarem em conta os aspectos reais da economia;
- Não se avaliou o custo-benefício do regime de metas de inflação. Especificamente, não se mencionou o custo de carregamento da dívida pública diretamente relacionado à taxa de juros decidida nas reuniões do Copom (“No acumulado em doze meses, os juros nominais alcançaram R\$621,0 bilhões (6,26% do PIB) em janeiro de 2023, comparativamente a R\$425,7 bilhões (4,76% do PIB) nos doze meses até janeiro de 2022”, diz a nota para imprensa sobre o resultado fiscal de janeiro de 2023, publicada pelo Banco Central do Brasil de 28/02/2023);
- Não se apreciou a adequação do grupo que forma as expectativas do Focus Relatório de Mercado, nem da composição do Copom ou do Conselho Monetário Nacional.
- Não se avaliou a troca da meta de inflação cheia por núcleos ou média de núcleo nem a troca de ano-calendário por outros períodos para se atingir a meta.
- Não se analisou a desmesurada anomalia corporificada no pagamento de altíssimos juros reais em operações sem risco, de um dia.

Esses temas têm enorme relevância e é urgente que o debate em torno deles seja desinterditado. A prioridade, contudo, estabelecida para este exercício foi trazer ao centro do palco a questão da técnica em contraposição a questão da política.

As frágeis previsões formuladas pelo relatório Focus e pelo Copom evidenciam que as decisões sobre a taxa básica de juros são tomadas em estado de cabal incerteza. Não se pode conferir qualquer credibilidade a um modelo, um método ou uma calculadora de qualquer natureza que parta de projeções tão desprovidas de relação com a realidade. A disjuntiva que se apresenta é encontrar métodos mais eficientes de construção de cenários ou aceitar-se o caráter eminentemente político da decisão da taxa de juros básica da economia e arcar com as decorrências dessa constatação.

## Referências

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Atas das Reuniões do Comitê de Política Monetária** (Copom) do Banco Central do Brasil. 2018 a 2023. Disponíveis em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom>. Acessos em fevereiro e março de 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estatísticas Fiscais**: nota para a imprensa. 28/02/2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/estatisticasfiscais>. Acesso em março de 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Focus Relatórios de Mercado**. Disponíveis em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>. Acessos em fevereiro e março de 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resenhas do Mercado Aberto**. 2018 a 2023. Disponíveis em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/resenhamercadoaberto>. Acessos em fevereiro e março de 2023.

BHALLA, S., BHASIN, K., and LOUNGANI, P. **Inflation targeting: Vaccine or placebo?** Egrou Foundation, 2022. Webinar disponível em: <https://egrowfoundation.org/newsroom/webinar-held-on-inflation-targeting-vaccine-or-placebo/>. Acesso em 01/03/2023.

KING, Mervyn. **Changes in UK Monetary Policy: Rules and Discretion in Practice**. Journal of Monetary Economics, vol. 39, n. 1, p. 81-97, pp. 81-97, junho 1997.

RUDD, Jeremy B. **Why Do We Think That Inflation Expectations Matter for Inflation? (And Should We?)**. Finance and Economics Discussion Series 2021-062. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 2021. Disponível em <https://doi.org/10.17016/FEDS.2021.062>. Acesso em 10/03/2023.

ZHANG, Zhongxia; WANG, Shiyi. **Do Actions Speak Louder Than Words? Assessing the Effects of Inflation Targeting Track Records on Macroeconomic Performance**. IMF Working Papers WP/22/227, 2022. Disponível em <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2022/English/wpia2022227-print-pdf.ashx>. Acesso em 9 de março de 2023.