



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E GESTÃO
DE POLÍTICAS PÚBLICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA
MESTRADO PROFISSIONAL EM GESTÃO ECONÔMICA DE FINANÇAS
PÚBLICAS

GUILHERME MENDONÇA DA SILVA

A COMUNICAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL:
Os comunicados do Copom e a inflação.

Brasília – DF

2019

GUILHERME MENDONÇA DA SILVA

**A COMUNICAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL:
Os comunicados do Copom e a inflação.**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas, Universidade de Brasília, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientadora: Professora Doutora Deborah Oliveira Martins dos Reis

Brasília – DF

2019

AGRADECIMENTOS

À minha orientadora, professora Deborah Oliveira Martins dos Reis, que foi fundamental na realização deste trabalho, e com quem muito aprendi.

À minha família e amigos, por me apoiarem em todos os momentos da minha vida e estarem presentes quando precisei.

Aos colegas e demais professores do programa de mestrado, pelas horas de estudos e de aprendizagem.

À UnB e todos seus servidores, por proporcionarem a oportunidade da realização deste curso de mestrado.

RESUMO

Este trabalho apresenta uma análise dos comunicados divulgados pelo Comitê de Política Monetária, o Copom, sobre a taxa básica de juros definida em suas reuniões, e verifica se a indicação da política monetária é subsequentemente correspondida por ações na mesma linha com o que fora comunicado. O estudo também analisa a transparência das informações, e como a comunicação do Banco Central se relaciona com a inflação oficial, bem como com as expectativas de mercado, representadas pelos relatórios Focus. O período analisado foi de julho de 2015 a julho de 2019, após o pico da taxa de juros SELIC na década, no patamar de 14,25% ao ano em julho de 2015. São analisados 33 comunicados do Copom. A metodologia utilizada foi a classificação semântica dos textos dos comunicados do Copom em “dovish”, “hawkish” e neutro, de acordo com a indicação da atuação do Banco Central na taxa básica de juros SELIC. Verificou-se que, diante do cenário, o Banco Central agiu de acordo com o que havia informado em seus comunicados, bem como foi transparente ao divulgar suas intenções e perspectivas. Foi possível verificar uma relação entre a taxa SELIC e a inflação, e essa conexão é utilizada pelo BCB e pelo mercado em suas tomadas de decisão.

Palavras-chave: Comunicação do Banco Central. Copom. Inflação. Taxa básica de juros. Taxa Selic. Política Monetária.

ABSTRACT

This paper presents an analysis of the press releases issued by the Monetary Policy Committee, the Copom, on the basic interest rate defined at its meetings, and verifies whether the monetary policy statement is subsequently matched by actions in the same line of thought. The study also analyzes the transparency of information, and how Central Bank communication relates to official inflation, as well as market expectations, represented by the Focus reports. The period analyzed was from July 2015 to July 2019, after the peak of the SELIC interest rate in the decade, at 14.25% per year in July 2015. 33 Copom press releases are analyzed at this paper. The methodology used was to classify the texts of the Copom press releases as “dovish”, “hawkish” and neutral, according to the indication of the Central Bank's performance in the SELIC basic interest rate. Faced with the scenario, the Central Bank acted in accordance with what it had informed in its announcements, as well as being transparent in disclosing its intentions and perspectives. It was possible to verify a strong relationship between the SELIC rate and inflation, and this connection is used by the BCB and the market in its decision making.

Keywords: Central Bank Communication. Copom. Inflation. Basic interest rate. Selic. Monetary policy.

LISTA DE TABELAS E GRÁFICOS

TABELAS

Tabela 1 - Histórico de Metas para a Inflação no Brasil	36.
Tabela 2 - Classificação dos Comunicados do Copom.	40.
Tabela 3 - Taxa SELIC, IPCA e Dados dos Relatórios de Mercado Focus.	43.
Tabela 4 - PIB anual real.	49.

GRÁFICOS

Gráfico 1 - IPCA e a Meta para a inflação.	37.
Gráfico 2 - Taxa SELIC e o IPCA acumulado.	39.
Gráfico 3 - IPCA acumulado e as expectativas de inflação.	46.
Gráfico 4 - Variação do PIB anual.	49.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	7
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	10
2.1 O Banco Central do Brasil e a estabilidade dos preços.....	10
2.2 O comunicado do BCB e seus efeitos.....	17
3. METODOLOGIA.....	20
4. ANÁLISES E RESULTADOS.....	24
4.1 Análise da transparência e comentários sobre os Comunicados do Banco Central do Brasil e as expectativas dos Relatórios Focus.....	24
4.2 Análise das metas de inflação do período; classificação dos comunicados do Copom; e expectativas dos Relatórios Focus.....	36
5. CONCLUSÃO.....	51
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	54

1. INTRODUÇÃO

O Banco Central do Brasil (BCB) busca, entre outros objetivos, manter a inflação do país controlada e dentro das metas estabelecidas pelo governo. O principal mecanismo utilizado para tal fim é a definição da taxa básica de juros, que influencia diversas outras variáveis macroeconômicas relevantes, como o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB), a variação da inflação e também a taxa de câmbio. Portanto, a correta previsão desta variável de juros pode trazer ganhos financeiros para os mercados e para a sociedade, e pode também auxiliar na previsão das expectativas da inflação. As demais variáveis macroeconômicas irão refletir a tomada de decisão da taxa de juros por parte do BCB, podendo-se presumir que todos buscam prever da melhor maneira possível a trajetória das taxas. A observação da comunicação do Banco Central é uma das maneiras utilizadas pelo mercado para se compreender quais serão os próximos passos do BCB na condução da política monetária (cf. CHAGUE et al., 2015).

Segundo Janot e Mota (2012) desde a introdução do sistema de metas para a inflação em 1999, o Banco Central vem conduzindo a política monetária para estabilizar os preços de uma maneira mais transparente com o mercado e com a sociedade. Isso se dá pois uma comunicação clara e eficiente desempenha um papel de muita importância para a credibilidade das ações do BCB, ancorando as expectativas de inflação do mercado e auxiliando na estabilidade do ambiente econômico como um todo. A credibilidade afeta expectativas e pode reduzir a inflação com menor taxa de sacrifício por parte do Banco Central, pois os agentes econômicos confiarão que o BCB fará o que está prometendo em sua política.

Neste trabalho, analisaremos os comunicados divulgados pelo Comitê de Política Monetária - Copom - sobre a taxa básica de juros e se o Banco Central do Brasil é consistente em realizar o que diz em sua comunicação, e também se uma melhor comunicação por parte do Copom torna a política monetária mais previsível e clara. Estes comunicados são divulgados no mesmo dia do encerramento da reunião sobre a decisão da taxa SELIC (Sistema Especial de Liquidação e de Custódia), e informam para o mercado e a sociedade qual a taxa de juros que foi definida pelo Banco Central na reunião, qual é o cenário base da economia, e quais serão os próximos passos da política monetária do Banco Central. Mostraremos também a

relação da taxa SELIC com as expectativas do mercado sobre a inflação (se há uma reação aos componentes das informações divulgadas) através dos relatórios semanais de mercado Focus divulgados imediatamente após a decisão de juros do Copom.

O objetivo deste trabalho incluirá analisar a indicação da política monetária dos comunicados do Banco Central e estudar sua relação com a inflação oficial, representada pelo Índice de Preços para o Consumidor Amplo - IPCA -, e suas expectativas, no período de julho de 2015 a julho de 2019, após o pico da taxa de juros SELIC na década, no patamar de 14,25% ao ano em julho de 2015. Serão analisados 33 comunicados do Copom neste período.

As perguntas principais do trabalho são: O BCB age em linha com o que havia sido informado em seus comunicados; e explica de forma transparente as definições da taxa de juros implementadas posteriormente? Qual a relação dos comunicados do Copom com as expectativas de inflação e a inflação oficial corrente?

Com o intuito de alcançar os objetivos, explicaremos, através de um levantamento de estudos e teorias anteriores sobre a política monetária do Banco Central, sua independência para gerir essa política, e como a definição da taxa básica de juros influencia na inflação. Após esse levantamento, poderemos avaliar o comportamento da inflação a partir da política monetária adotada pelo Banco Central, a partir da diminuição ou elevação da taxa básica de juros em suas reuniões.

Para se proceder com as análises, foram levantados os dados sobre a taxa básica de juros SELIC nos últimos quatro anos, e também os dados de inflação, o IPCA, divulgado pelo IBGE, para que seja possível observar se sua relação está de acordo com os estudos anteriores, ou se esse comportamento foi diferente em algum aspecto no período estudado. Foram analisados também os dados dos comunicados do BCB, e se o que foi dito nas ferramentas de comunicação foi de fato implementado na política monetária do Banco Central.

Os dados e os comunicados divulgados pelo Banco Central poderiam explicar como a comunicação do BCB se relacionou e impactou as expectativas de inflação, e de que forma os comunicados do Copom representam o que foi feito no futuro da política monetária.

Este trabalho está dividido em cinco capítulos, incluindo esta introdução, como capítulo 1. O capítulo 2 é o referencial teórico, onde mostraremos os fundamentos do Banco Central como definidor da taxa de juros básica da economia, e de sua política monetária em relação à inflação. O capítulo 3 é a metodologia da pesquisa, explicando de onde buscamos o método para avaliar semanticamente os comunicados do Copom, sendo o capítulo 4 a análise dos resultados obtidos através dos dados verificados, bem como a discussão acerca dos relatórios de mercado Focus. O último capítulo, o de número 5, é a conclusão do trabalho, expondo as principais considerações e análises encontradas ao longo de todo o texto.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 O Banco Central do Brasil e a estabilidade dos preços.

O Banco Central de um país é responsável pelo seu sistema financeiro, pela emissão da moeda e pela fixação da taxa básica de juros, servindo de base para o mercado. No Brasil, ele é o órgão que preserva o valor da moeda, tanto no âmbito doméstico quanto em relação ao câmbio com outras moedas, através de políticas econômicas, e exerce a fiscalização e o controle dos demais bancos e instituições financeiras (Lei nº 4.595, 1964).

O Banco Central do Brasil é uma autarquia federal integrante do Sistema Financeiro Nacional, sendo vinculado, mas não subordinado, ao Ministério da Economia, conforme informado em seu sítio eletrônico. Manter a inflação sob controle, assegurando a estabilidade do poder de compra da moeda, e também um sistema financeiro sólido e eficiente, são objetivos fundamentais do BCB.

E em um contexto econômico geral, o aumento gradual, previsível e controlado dos preços de bens e serviços é um indicativo de estabilidade econômica e uma condição prévia para o crescimento econômico de um país (cf. MANKIW, 2001). Por esta razão, um Banco Central tem então o objetivo principal de manter a estabilidade monetária no país e uma inflação controlada, e utiliza dos instrumentos de política monetária que julgar adequado para assegurar a estabilidade dos preços, e dentre esses instrumentos está a definição da taxa básica de juros.(cf. CORAZZA, 2006).

O Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (COPOM), órgão do Banco Central, é o responsável por definir o valor da taxa básica de juros, SELIC – benchmark no segmento de renda fixa - cujo nome faz referência ao Sistema Especial de Liquidação e Custódia. Esta taxa tem o intuito de manter a inflação nos níveis determinados pelo Conselho Monetário Nacional (CMN - órgão do poder executivo ligado ao Ministério da Economia), pois controla o nível de disponibilidade de moeda em circulação na economia, e teria a capacidade de influenciar no índice de inflação medida no país. A taxa SELIC é a taxa média dos financiamentos diários, com lastro em títulos federais apurados no Sistema Especial de Liquidação e

Custódia, conforme o site da Receita Federal. É a taxa básica de juros da economia e principal instrumento de política monetária do BCB para controlar a inflação.

Segundo o site eletrônico do Banco Central do Brasil (2019), a taxa Selic refere-se à taxa de juros apurada nas operações de empréstimos de um dia entre as instituições financeiras que utilizam títulos públicos federais como garantia, sendo a meta da taxa Selic definida na reunião do Comitê de Política Monetária.

Já o Copom é um órgão colegiado criado pelo BCB em 1996, com a finalidade de obter maior transparência e método para o processo de decisão da política monetária. Cabe ao COPOM definir qual será a diretriz da política monetária e a escolha da taxa básica de juros. Os objetivos definidos pelo BCB para o Copom são: implementar a política monetária, definir a meta da Taxa Selic em suas reuniões e seu eventual viés, e analisar o Relatório de Inflação e suas perspectivas. A partir de 2006, há apenas oito reuniões anuais para definição da SELIC, ocorrendo a cada 45 dias, e duram dois dias seguidos. Nestes encontros, são elaboradas as propostas para a taxa de juros, havendo a votação na sequência e posterior divulgação para o mercado. O comunicado da decisão do COPOM é divulgado no segundo dia de reunião, quando ela se encerra.

Segundo Matos e Andrade Neto (2015), o COPOM consideraria variáveis como o desvio das expectativas de inflação doze meses à frente em relação à meta, o índice de confiança do consumidor, a taxa de juros defasada, além da razão superávit primário do setor público/PIB e o emprego formal para tomar sua decisão sobre a taxa de juros da economia. Ou seja, o Copom avalia a economia como um todo para tomar sua decisão; há uma minuciosa análise dos componentes macroeconômicos pelos participantes até a definição da taxa de juros e da elaboração do texto dizendo qual serão os próximos passos da política monetária do Banco Central.

De acordo com o resultado do trabalho desses autores, quando analisaram a política de condução da taxa de juros pelo COPOM, eles verificaram que a autoridade monetária brasileira é sensível às variações macroeconômicas e financeiras que acontecem nos intervalos das reuniões, e há um elevado grau de conservadorismo nas tomadas de decisões do COPOM. Observando-se o período de janeiro de 2002 a julho de 2010, que foi o intervalo estudado, o BCB tinha um comportamento “forward-looking”, voltado para as expectativas futuras, atendo-se às

expectativas do Produto Interno Bruto (PIB) e do IPCA, e sendo uma maneira de conduzir a economia e suas expectativas. O Banco Central de fato cita essas variações macroeconômicas e expectativas de mercado em seus comunicados mais recentes, ao definir a taxa SELIC.

O objetivo principal da definição da taxa SELIC é a de manter a estabilidade dos preços e da economia, e conduzir a inflação para a meta estabelecida (cf. MATOS & ANDRADE NETO, 2015). Segundo o BCB, uma inflação descontrolada gera incertezas na economia, desestimulando o investimento e prejudicando o crescimento econômico do país. Os preços ficam distorcidos, gerando várias ineficiências na economia, e as pessoas e as firmas perdem noção dos preços relativos e, assim, fica mais difícil avaliar se algo está com custo alto ou baixo. A inflação afeta particularmente as camadas menos favorecidas da população, pois essas têm menos acesso a instrumentos financeiros para se defender do aumento generalizado dos preços. Inflação mais alta também aumenta o custo da dívida pública do Brasil, pois as taxas de juros da dívida pública têm de compensar não só o efeito inflacionário, mas também precisa incluir um prêmio de risco para compensar as incertezas associadas com a inflação mais alta.

Um cenário com a inflação sob controle permitiria aos agentes econômicos decisões de alocação mais eficientes, promovendo um crescimento econômico, uma vez que a inflação consiste em um imposto cuja incidência é maior sobre os mais pobres, influenciando por isso até mesmo a distribuição de renda e a riqueza de um país. (cf. MATOS & ANDRADE NETO, 2015).

O efeito da taxa Selic, e conseqüentemente da inflação, depende do perfil do agente econômico. Um dos efeitos mais diretos é sobre os investimentos atrelados à rentabilidade da Selic. Assim, um corte na Selic poderá reduzir a rentabilidade dos investimentos para quem comprou títulos atrelados à taxa Selic. Há também o efeito sobre quem toma dinheiro emprestado, e esse efeito é indireto e geralmente mais lento. Uma redução da Selic leva a uma queda nas taxas de captação dos bancos e demais instituições financeiras, que têm condições de cobrar menos pelos seus empréstimos. No entanto, esse efeito não é automático e nem imediato, pois existem outras variáveis envolvidas na determinação das taxas de empréstimos, como a inadimplência, a margem de lucro e os impostos. Dessa forma, as alterações acabam sendo mais sentidas no médio e longo prazo.

No que tange a inflação, o Brasil adota a política de metas de inflação, que é baseado no método inglês, em que o poder executivo, através do Conselho Monetário Nacional (CMN), define a meta de inflação, e o Banco Central utiliza livremente os instrumentos da política monetária para alcançar a taxa de inflação desejada para o país (cf. ARESTIS, PAULA & FERRARI-FILHO, 2016). Esse regime de metas de inflação, adotado desde 1999, busca uma inflação baixa, estável e previsível, para a economia poder crescer mais, com menos incertezas e planejamento facilitado do futuro.

Uma inflação controlada e estável é o objetivo a longo prazo da política monetária, e traz muitos benefícios para a sociedade, pois a economia pode crescer mais, a incerteza é menor, e as pessoas planejam de uma forma melhor o seu futuro. O foco, segundo Arestis, Paula e Ferrari-Filho (2016), é sempre a estabilidade dos preços, obtida a partir da credibilidade (deve-se sinalizar confiança para os agentes econômicos); flexibilidade (a política monetária se adapta), e legitimidade, com apoio da sociedade e do governo. Uma das maneiras utilizadas pelo Brasil para se alcançar essa estabilidade foi a adoção do regime de metas para a inflação.

Desde o início de 1999, o governo brasileiro tinha a intenção de mudar a condução da política monetária para o regime de metas de inflação, devido a um ambiente incerto quanto ao impacto da desvalorização do real (câmbio flutuante) sobre a inflação. O Brasil passou então a adotar formalmente esse regime em 21 de junho de 1999. A adoção do sistema de metas de inflação atribuiu ao Banco Central o dever de cumprir as metas fixadas, utilizando a taxa de juros de curto prazo como um instrumento.

O Brasil seguiu, assim como diversas economias, o regime cambial flutuante como um alicerce macroeconômico, e também implementando o Regime de Metas de Inflação. Este regime possuía um alvo associado ao IPCA, Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo, calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), que é a inflação oficial no país. O indicador da meta de inflação no ano é definido e amplamente divulgado pelo Conselho Monetário Nacional.

A meta de inflação é uma política monetária em que um banco central segue uma meta explícita para a taxa de inflação no médio prazo e anuncia essa meta de inflação ao público. O pressuposto é que o melhor que a política monetária pode fazer para apoiar o crescimento da economia a longo prazo é manter a estabilidade

de preços. O Banco Central se utiliza das taxas de juros, seu principal instrumento monetário de curto prazo.

Um Banco Central com metas de inflação aumentará ou diminuirá as taxas de juros com base na inflação acima da meta ou abaixo da meta, respectivamente. O aumento das taxas de juros geralmente esfria a economia para conter a inflação; a redução das taxas de juros geralmente acelera a economia, aumentando a inflação. Arminio Fraga Neto (2009, p.28-29), ex-presidente do BCB, explicou da seguinte forma o início do regime de metas de inflação no Brasil:

“Em primeiro lugar, havia um compromisso do governo como um todo com o objetivo de se recuperar o controle da inflação de maneira crível e permanente.(...) Em segundo lugar, nosso entendimento era de que, no fundo, o sistema exigia apenas que o Banco Central perseguisse de forma transparente a meta determinada pelo governo, fazendo uso de toda informação disponível, obtida tanto com as análises qualitativas e modelos internos quanto com aquelas fornecidas pelo sempre entusiasmado debate público. Esse último ponto merece algum destaque: na medida em que o Banco Central explicasse com clareza suas decisões, a crítica pública teria elementos para responder à altura com correções e sugestões. (...) Finalmente, na ausência de um arcabouço legal mais sólido, o governo criou formalmente o sistema através de um decreto, indicando que as metas teriam de ser de médio prazo e definidas com dois anos de antecedência e que, ao Banco Central, caberia a tarefa de persegui-las (o que insinuava a delegação de uma autonomia operacional para o Banco). E assim foi: durante toda minha passagem pela presidência do Banco Central em momento algum, fui pressionado por qualquer autoridade a acomodar eventuais pressões políticas, mesmo nos momentos mais difíceis.”

Essas explicações apresentadas por Arminio Fraga Neto elucidam várias ideias importantes sobre o BCB, como a de que as metas de inflação eram claramente definidas pelo governo, e que Banco Central caberia a tarefa de buscá-las, o que reforçava o compromisso do governo com seu objetivo de estabilizar os preços no Brasil. Ele também explicou que depois da adoção do regime de metas para inflação, ocorreu um incremento na comunicação do BCB com o público, indicando também um aumento no grau de transparência da política monetária. À medida que o Banco Central explicasse com clareza suas decisões, o mercado teria elementos para ancorar suas expectativas e sugestões (haveria um feedback

contributivo com a política monetária). Na prática, o feedback contribuiu bastante para a qualidade da condução da política monetária de Arminio Fraga.

Não havia indícios também de interferências do poder executivo nas políticas monetárias que haviam sido delegadas. Vale ressaltar que, no regime de metas de inflação, a comunicação exerce um papel importante. No caso do BCB, o conjunto de meios utilizados para se comunicar é amplo e tem como principais veículos de informação as atas das reuniões do COPOM, os comunicados e os relatórios de inflação.

Atualmente, o CMN define em junho a meta para a inflação de três anos-calendário à frente. Por exemplo, em junho de 2018, o CMN definiu a meta para 2021. Esse horizonte mais longo reduz incertezas e melhora a capacidade de planejamento da economia.

Segundo o site do BCB, o sistema prevê ainda um intervalo de tolerância para o alcance da meta, também definido pelo CMN. Nos últimos anos, o CMN tem definido um intervalo de 1,5 %. Por exemplo, no caso de 2020, a meta é de 4,00% e o intervalo é de 2,50% a 5,50%. Se a inflação ao final do ano ficar fora do intervalo de tolerância, o presidente do BCB terá que divulgar publicamente as razões do descumprimento da meta de inflação, por meio de carta aberta ao Ministro da Fazenda, presidente do CMN, contendo a os motivos e causas, e as providências a serem tomadas para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos, e o prazo para tal. Importante ressaltar, portanto, que até 2016, o intervalo de tolerância era de 2,0 % para cima ou para baixo, maior que o atual.

Mas vale ressaltar que, apesar de buscar atingir as metas de inflação de forma livre, juridicamente o Banco Central do Brasil é uma autarquia federal ligada ao Ministério da Economia. Sendo assim, oficialmente, o Banco Central brasileiro não é independente do poder executivo.

Há uma discussão quanto ao processo de tornar o Banco Central independente legalmente, como ocorre nos principais países desenvolvidos. Conforme elucidam Mendonça e Inhudes (2010), após a implantação do regime de metas para inflação no Brasil, o Banco Central passou a ter, na prática, independência operacional. A autoridade monetária teria liberdade para utilizar os instrumentos de política monetária livremente de forma a alcançar a meta de inflação.

Todavia, o BCB não possui independência total, pois cabe ao governo a definição das metas e das bandas de variação para a inflação. Como fora dito, a política de metas de inflação é estabelecida pelo CMN, órgão superior do Sistema Financeiro Nacional ligado ao poder executivo, ou seja, é um órgão fora do BCB que formula as políticas da moeda e do crédito no país.

Autores sobre o tema defendem que para alcançar a premissa de estabilidade é importante que o Banco Central possua uma independência do Governo, que segundo Rigolon (1998), iria isolá-lo da interferência política na escolha dos instrumentos monetários utilizados, e desde a década de 80 muitos países no mundo reforçaram a independência de seus bancos centrais na busca de uma melhor política econômica. A política monetária não deveria ser operacionalizada por pessoas políticas, mas sim por especialistas técnicos que entendem de fato o problema (cf. ARESTIS, PAULA & FERRARI-FILHO, 2016).

A independência do Banco Central pode ser explicada como a sua capacidade de buscar primeiramente a estabilidade de preços, mesmo ao custo de outros objetivos de curto prazo, como o emprego, equilíbrio orçamentário, balanço de pagamentos, dentre outros (cf. RIGOLON, 1998). O Governo não poderia intervir nas políticas econômicas apenas visando um interesse pontual, como aumentar a oferta de crédito, se isso for contra o objetivo principal de estabilizar os preços. Caberia apenas ao Banco Central analisar e definir se essa política seria eficaz para o país.

No Brasil, a partir do Plano Real, o BCB vem mantendo uma inflação mais controlada, e usando da independência prática de instrumentos monetários que possui para manter a estabilidade econômica. Mas como essa independência não é formal, não há garantias de que o Governo não possa intervir na política do Banco. Como a meta é estabelecida pelo CMN, configura-se uma independência fraca, pois o Governo pode definir uma meta pensando em outro objetivo que não seja o mesmo do BCB (cf. CORAZZA, 2006). Vale mencionar que tramitam projetos no legislativo para conceder uma independência legal formal ao Banco Central.

Ainda segundo Mendonça e Inhudes (2010), a definição mais comum de transparência do Banco Central é não haver informações assimétricas entre os formuladores da política monetária e os outros agentes econômicos, ou seja, o BCB ser capaz de transmitir sua política monetária e decisões futuras da taxa SELIC de

forma clara e coerente com suas decisões e entendimentos, e essa comunicação é muito importante para o mercado, segundo os autores.

2.2 O comunicado do BCB e seus efeitos.

Para que a política monetária consiga atingir seus objetivos de maneira eficiente (inflação estável e dentro da meta), o Banco Central precisa se comunicar de forma clara e transparente. Nas últimas duas décadas, a comunicação se tornou um aspecto cada vez mais importante da política monetária, sendo ingrediente essencial no regime de metas de inflação, assim como a transparência, e, por isso, o BCB, após cada reunião do Copom, divulga um comunicado que resume as opiniões do Banco Central sobre as perspectivas econômicas e explica a decisão monetária. Esses comunicados são monitorados de perto pelos participantes do mercado. (cf. CHAGUE et. al. 2015).

A comunicação do Banco Central pode ser definida como o fornecimento de informações ao público sobre questões como os objetivos da política monetária, a estratégia de política monetária, as perspectivas econômicas e as perspectivas para futuras decisões políticas. Neste trabalho, um dos objetivos é exatamente o de analisar os comunicados do Banco Central, se os comunicados foram claros quanto seu conteúdo, se o BCB fez posteriormente o que disse que iria fazer. O conteúdo informacional fornecido pelo Banco Central deveria fornecer claramente ao mercado as diretrizes de sua atuação, e não provocar grandes incertezas ou volatilidade, buscando-se uma comunicação melhor a cada reunião (cf. COSTA FILHO & ROCHA, 2010).

De um modo geral, a literatura tenta inferir o impacto dos comunicados sobre os preços dos ativos, fazendo uma relação entre a comunicação do Banco Central e outras variáveis, como a inflação ou juros. Rosa e Verga (2007) fizeram em um de seus trabalhos um estudo sobre impactos dos comunicados do Banco Central Europeu. No trabalho, eles fazem uma avaliação subjetiva da semântica do conteúdo das declarações do Banco Central Europeu (BCE), com dados construídos em índices, por meio da interpretação das palavras, transformando a semântica em números. Esses índices iriam servir para analisar o impacto dos comunicados no

mercado de juros e nas expectativas de inflação, e mostrariam a sugestão de um aumento ou diminuição futuro das taxas de juros. Os autores mostram que as expectativas do mercado reagem ao componente inesperado da informação divulgada pelo BCE, e as palavras do BCE são geralmente seguidas por fatos (isto é, um movimento de política monetária consistente com o que o BCE anunciou previamente).

No Brasil, Cabral e Guimarães (2015) estudaram como que a indicação da política monetária contida nos comunicados do Banco Central do Brasil impactaria os mercados financeiros. Para isso, eles classificaram as mensagens de forma semelhante ao proposto por Rosa e Verga (2007), atribuindo ao conteúdo índices numéricos para representar um tom do comunicado; “dovish” (expansionista, diminuindo os juros), neutro, ou “hawkish” (retração, aumentando os juros). Segundo esses autores, o comunicado do BCB é bastante eficaz na informação do futuro da política monetária, influenciando a curva de juros futuros e o Ibovespa, e ajudando também a prever o conteúdo da ata de reunião do Copom.

Seguindo o mesmo método subjetivo de medição semântica, Costa Filho e Rocha (2009) quantificaram o impacto da ata do Banco Central sobre as taxas de juros. Os autores tentam responder se a comunicação do COPOM é consistente no sentido de que as palavras são seguidas por ações na mesma direção, e seus resultados indicam que a comunicação do Banco Central afeta o mercado financeiro, e que o BCB cumpre geralmente o que expressa em suas atas do Copom, sendo consistente.

O trabalho de Chague et. al. (2015) fornece evidências empíricas de que a comunicação do Banco Central tem um impacto efetivo sobre as expectativas do mercado, e os autores mostram que o conteúdo desses comunicados afeta as taxas de juro de longo prazo e a volatilidade das taxas de juros futuros. Estes autores analisaram as atas do COPOM, que como em muitos outros países, é um dos mais importantes instrumentos de comunicação da política monetária no Brasil, explicando a escolha da taxa básica de juros (SELIC), bem como uma perspectiva sobre as condições econômicas.

Quanto as comunicações em si, não é de forma alguma clara o que constitui uma estratégia de comunicação “ótima” (cf. BLINDER et. al., 2008). Atualmente, é amplamente aceito que a capacidade de um Banco Central afetar a economia

depende criticamente de sua capacidade de influenciar as expectativas do mercado sobre o futuro caminho das taxas de juros, e não apenas no nível atual. Segundo Blinder et. al. (2008), o motivo é simples, poucas decisões econômicas dependem da taxa de juros atual, e sim das expectativas futuras, e o padrão das teorias aponta que as taxas de juros dos instrumentos de longo prazo devem refletir a sequência esperada de taxas futuras. Tal situação abre uma oportunidade clara para o Banco Central melhorar o desempenho econômico, fornecendo informações sobre seu objetivo de inflação e política monetária a longo prazo.

As mudanças na comunicação do BCB depois da adoção do regime de metas de inflação apontaram para um aumento no grau de transparência, além disso, houve diminuição na volatilidade da taxa de juros, o que por sua vez indica uma maior eficiência na previsão do mercado em relação às ações do Banco Central, segundo Mendonça e Inhudes (2010). O resultado encontrado por estes autores foi de que houve uma redução na volatilidade da inflação depois do aumento da transparência na condução da política monetária pelo BCB, portanto, há indicações de que a estabilidade econômica é maior quando as incertezas acerca do comportamento do BCB e de suas intenções é menor, e há uma melhora nas variáveis macroeconômicas, que podem contribuir para um aumento no crescimento econômico do país. De uma maneira geral, a literatura aponta, portanto, para uma forte relação entre a comunicação do Banco Central (através de seus instrumentos para divulgar informações) e a inflação; bem como entre as demais variáveis relacionadas à variação dos preços.

Os trabalhos aqui apontados estudaram um período diferente ao proposto nesta dissertação. Nossa proposta é verificar como se deu a comunicação do BCB num período mais recente da economia brasileira, que passou por recessão econômica, queda histórica da taxa básica de juros e transformação no comunicado do Copom, tornando-se mais detalhado e transparente.

3. METODOLOGIA

Iremos considerar para os dados deste trabalho os comunicados da decisão de política monetária divulgados pelo BCB, que é uma forma de nota à imprensa, mais simples e mais curta que a ata completa do COPOM, sendo uma breve justificativa da decisão tomada e contendo a indicação da votação. O comunicado sugere qual o provável ciclo de política monetária a ser adotado, e tece considerações sobre a intensidade da política, além de ser a primeira indicação do próximo passo do ciclo de política monetária, e é divulgado no segundo dia de reunião do COPOM, à noite, quando os mercados já estão fechados (cf. CABRAL & GUIMARÃES, 2015).

Segundo Cabral e Guimarães (2015), o comunicado da decisão da política monetária do BC é muito utilizado pelo mercado para prever as taxas de juros futuros e o comportamento inflacionário, porém ainda é pouco estudado, e é o principal indicativo da atuação do BC em relação às taxas de juros, dessa forma, é essencial para a economia.

Neste cenário, o Brasil passou por um período nos últimos 4 anos de seguidas diminuições na taxa de juros básica da economia, saindo de uma taxa SELIC de 14,25 % para 6,00 %, com o intuito de impulsionar a oferta de moeda e proporcionar um crescimento do país e também uma inflação real mais próxima da meta estabelecida, pois esta ficou constantemente em níveis inferiores, sendo necessário um estímulo (flexibilização monetária) para que pudesse se elevar.

A literatura econômica aponta que uma taxa básica de juros menor leva a uma inflação maior, também influenciada pelas expectativas de inflação futura e pela atuação independente do Banco Central. E neste trabalho se buscará entender essa relação de juros e inflação em um cenário em que o Banco Central brasileiro diminuiu a taxa básica até um patamar histórico de 6,00% ao ano e a inflação se manteve inclusive abaixo das metas estabelecidas em certos momentos.

Para a análise, consideraremos como amostra os comunicados do BCB, 33 no total, no período de julho de 2015 a julho de 2019, período em que a taxa de juros saiu de seu pico recente em 14,25%, até o seu mínimo naquele momento, em 6,0% ao ano. A partir desses dados, construiremos uma tabela por meio da

interpretação das palavras, transformando a semântica dos comunicados em uma interpretação mais clara sobre o rumo das taxas de juros da economia. A análise será qualitativa, portanto.

Os comunicados do Copom terão três classificações, sendo elas: “dovish”, neutro e “hawkish”. Esses são os termos utilizados pelo mercado para interpretar como será a política monetária do Banco Central. O termo “dovish” reflete uma postura favorável a taxas de juros mais baixas e menor preocupação com a inflação, indicam que os juros serão cortados na próxima reunião do BCB. Já o termo “hawkish” é o oposto, e define uma postura de juros mais altos e de uma política para controlar a inflação mais alta. Como a economia estava crescendo lentamente no período analisado, o Banco Central brasileiro tendeu a ser mais “dovish” e manter os juros baixos por um período mais longo de tempo, para estimular uma retomada na economia. Os juros mais baixos impulsionam a atividade por meio de estímulo ao consumo e crédito mais acessível.

Essa metodologia de avaliar as palavras do Banco Central para inferir se as taxas de juros irão subir ou diminuir é também baseada no trabalho de Rosa e Verga (2007); e Cabral e Guimarães (2015). Esses autores avaliaram os comunicados do Banco Central, semanticamente, e transformaram as palavras em índices que serviram para analisar o impacto dos comunicados no mercado de juros e nas expectativas de inflação. Os autores buscaram classificar os instrumentos de comunicação nos seguintes grupos de números; -1, 0, 1; em que -1 indica uma compreensão de que o tom das palavras sugere redução futura da taxa de juros básica; 0 sinaliza que as interpretações são neutras, e que o BCB não mudará os juros na próxima reunião (não apontam nenhuma tendência); e 1 indica que o Banco Central demonstra uma maior intenção em subir os juros no futuro, semelhante ao que apresentaremos neste estudo.

As classificações servem para analisar o que foi feito pelo BCB no futuro, se ele foi transparente em seu comunicado, e se houve impacto dos comunicados no IPCA e nas expectativas de inflação. O mercado, representado pelo relatório Focus, também interpreta os comunicados e faz uma previsão da atuação do BCB, bem como tenta prever qual será a SELIC no futuro e qual será o IPCA registrado. Como é uma análise semântica dos comunicados e das palavras do Copom, pode haver

uma interpretação errônea da realidade, mas este é um problema também encontrado pelos agentes de mercado ao analisarem os comunicados do BC.

Segundo Costa Filho e Rocha (2009), uma vantagem da abordagem de classificação dos comunicados é de que ela permite avaliar o grau de sucesso do que fora comunicado, ou seja, se o BCB fez o que dissera que pretendia a princípio, e se há consistência e clareza (transparência) no que é exposto. A dificuldade, como na construção de qualquer critério analisado qualitativamente, é a subjetividade com algumas possíveis classificações incorretas.

O relatório de mercado Focus é um resumo das estatísticas calculadas pelo mercado, considerando as expectativas de mercado coletadas até a sexta-feira anterior à sua divulgação, que acontece toda segunda-feira. Este relatório traz a evolução e o comportamento semanal das projeções para a inflação IPCA, atividade econômica do país, câmbio, taxa Selic, entre outros indicadores (BCB, 2019). São projeções do mercado financeiro como um todo.

Após esse processo de analisar os comunicados e classificá-los, sobre o que o BCB fará, e comparar com o que foi feito no futuro, iremos também comparar a inflação gerada e a expectativa de inflação afetada no momento que o BCB fazia alguma previsão em seu comunicado. Iremos avaliar também se o BCB foi transparente nas comunicações à medida que verificamos se ele disse com clareza como será feita sua política monetária.

Segundo Blinder et. al. (2008), um fator importante para aumentar a transparência dos Bancos Centrais é a noção de que mais independência gera um dever de ser mais responsável, dever de explicar tanto suas ações e o pensamento subjacente a essas ações, por isso se faz importante analisar as palavras e argumentos do BCB para a condução da política monetária. Como ficou cada vez mais claro que gerenciar as expectativas é uma parte útil da política monetária, a comunicação subiu de patamar, e pode ser usada para gerenciar as expectativas.

O objetivo do trabalho é analisar a comunicação do Banco Central sobre sua atuação na política monetária e na taxa básica de juros, através dos comunicados do Copom, focando em particular sobre o que de fato o BCB faz com as taxas de juros após o indicado, e se o objetivo em relação a inflação é atingido. Após essa classificação, de uma forma geral, seria correto afirmar que o BCB é transparente

sobre a sua futura política monetária a ser adotada através da fixação da taxa básica de juros SELIC? E seus comunicados explicam de fato as ações implementadas? Mostraremos se as expectativas de inflação reagem e se relacionam com o componente da informação divulgada pelo BCB, e se o BCB realiza de fato o que pretendia na condução da taxa SELIC, sendo transparente com o mercado e a sociedade sobre suas decisões. Será analisada a consistência da comunicação do Copom, ou seja, se as palavras dos comunicados são seguidas por suas ações na mesma linha. Por exemplo, uma sinalização de redução da taxa de juros é seguida por uma ação de política monetária no mesmo sentido?

4. ANÁLISES E RESULTADOS

4.1 Análise da transparência e comentários sobre os Comunicados do Banco Central do Brasil e as expectativas dos Relatórios Focus.

Primeiramente, a fim de demonstrar a evolução dos comunicados, bem como avaliar a transparência e a consistência do BCB ao longo dos anos de 2015 a 2019, e explicar suas decisões e seu conteúdo, iremos tecer comentários sobre os comunicados, trazendo trechos específicos, que mostrem os ideais do BCB. Todos os 33 comunicados estão disponíveis no site do Banco Central. Tentaremos também comentar em grupos de comunicados semelhantes as intenções do Copom, focando isoladamente nos comunicados que mostrem características únicas e que evidenciam mudanças no componente da política monetária do Banco Central ao longo do tempo.

Segue o primeiro comunicado do COPOM analisado, que foi a nota à imprensa número 192, de 29 de julho de 2015.

"Avaliando o cenário macroeconômico, as perspectivas para a inflação e o atual balanço de riscos, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic em 0,50 p.p., para 14,25% a.a., sem viés. O Comitê entende que a manutenção desse patamar da taxa básica de juros, por período suficientemente prolongado, é necessária para a convergência da inflação para a meta no final de 2016."

Neste primeiro comunicado analisado, em que o COPOM elevou a taxa SELIC para em 0,5%, para 14,25% ao ano, a classificação de seu viés futuro foi neutra, pois deixou claro que a manutenção daquele patamar da taxa básica de juros, por um período prolongado, era necessária para a convergência da inflação em direção à meta no final de 2016. Neste período, a inflação estava em 9,56%, conforme IPCA divulgado pelo IBGE, e o BCB buscava uma diminuição da inflação para se alcançar a meta de 4,5% ao ano. Nestas primeiras reuniões, o presidente do BCB era Alexandre Antonio Tombini. Os comunicados eram curtos e simples, com poucas palavras para explicar a decisão e pouca indicação quanto ao futuros das taxas de juros. Os demais comunicados de 2015 seguiram essa mesma linha, sendo

compactos, e com classificação neutra, com a inflação corrente permanecendo acima de 9,5% ao ano.

No primeiro comunicado do ano de 2016, o COPOM decidiu manter a taxa de juros em 14,25%. No entanto, a decisão não foi unânime, havendo votos a favor de uma elevação de 0,50 p.p. Apesar disso, a classificação foi neutra, pois não houve indícios claros de alguma mudança na taxa SELIC. Os votos a favor de um aumento da taxa SELIC podem ter acontecido devido a elevação das incertezas domésticas externas na economia, conforme citado no comunicado a seguir exposto, da reunião nº 196:

"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, o Copom decidiu manter a taxa Selic em 14,25% a.a., sem viés, por seis votos a favor e dois votos pela elevação da taxa Selic em 0,50 p.p."

O comunicado de abril de 2016 foi um pouco mais detalhado, dizendo que não havia espaço para afrouxamento da política monetária. Foi classificado como neutro, apesar do comitê reconhecer certa melhora no combate à inflação. O IPCA estava em 9,28 e o relatório Focus previa 6,94 de inflação para o final de 2016, ou seja, valor acima da meta de 4,5%, não permitindo uma diminuição dos juros naquele momento. O comunicado de junho voltou a ser curto e simples, sendo o último da gestão do presidente Alexandre Antonio Tombini.

Já o comunicado de julho de 2016, na reunião número 200, foi o primeiro comunicado do presidente Ilan Goldfajn, tendendo a ser um texto maior e com mais explicações sobre a decisão do Copom. Este comunicado foi bem mais detalhado, com a definição de um cenário básico com que trabalhava o Comitê. É o primeiro que cita que as expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus para 2017 seguiam acima da meta para a inflação, de 4,5% ao ano, e estavam em 5,29%. O comunicado destacou que o cenário básico e o balanço de riscos indicavam que não havia espaço para flexibilização da política monetária, necessitando de um juros elevado para tentar diminuir o ritmo inflacionário. Sua classificação foi neutra, sem perspectiva de mudança na taxa de juros básica. A maior transparência quanto ao

cenário visualizado pelo Copom na economia foi um aspecto positivo do detalhamento do comunicado, dando uma melhor visão da análise feita pelo comitê.

O comunicado número 201, de 31 de agosto de 2016, ressaltou que as expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus para 2017 recuaram desde a última reunião, mas seguiam acima da meta para a inflação, de 4,5%. As projeções do Copom para a inflação de 2016 nos cenários de referência haviam subido para cerca de 7,3%. A princípio, havia uma piora do cenário base e um período prolongado com inflação alta e com as expectativas acima da meta. O Comitê avaliou que uma flexibilização das condições monetárias só poderia acontecer se houvesse uma maior confiança no alcance das metas para a inflação nos horizontes relevantes, em especial a meta de 4,5% para o IPCA em 2017.

O Comitê apontou 3 fatores domésticos analisados para uma possível flexibilização da política monetária: (i) a persistência dos efeitos do choque de alimentos na inflação; (ii) os componentes do IPCA mais sensíveis à política monetária e à atividade econômica indicando desinflação em velocidade adequada; e (iii) a redução da incerteza sobre a aprovação e implementação dos ajustes fiscais necessários na economia, e seus respectivos impactos sobre a inflação. Segundo suas palavras, “O Comitê avalia que uma flexibilização das condições monetárias dependerá de fatores que permitam maior confiança no alcance das metas para a inflação nos horizontes relevantes para a condução da política monetária, em particular da meta de 4,5% em 2017.”

Sua classificação foi neutra, não havendo indícios em suas palavras de que haveria uma redução dos juros na próxima reunião do Comitê, pois as expectativas de inflação para o ano de 2017 estavam em cerca de 5% ao ano, ou seja, acima da meta estabelecida. Mas apesar dessa classificação, o Copom acabou por diminuir a taxa de juros SELIC em 0,25% na reunião de outubro, a reunião 202, como demonstrado na tabela. Houve a primeira redução da taxa Selic na série (após a alta inicial de 0,5%) para 14,00% ao ano, e essa diminuição não estava clara no comunicado passado do COPOM. A atividade econômica estava abaixo do esperado no curto prazo, exigindo estímulos monetários na economia, que seguia operando com alto nível de ociosidade. O cenário ainda apresentava boas perspectivas para as economias emergentes.

Segundo o Comitê, a inflação recente mostrou-se mais favorável que o esperado, em parte em decorrência da reversão da alta de preços de alimentos, permitindo uma flexibilização inicial. O Comitê começou a entender que a convergência da inflação para a meta em 2017 era compatível com uma flexibilização moderada e gradual das condições monetárias. O ritmo e a magnitude da flexibilização monetária ao longo do tempo ainda seriam avaliados aos poucos, de modo a garantir a convergência da inflação para a meta de 4,5%. Ficou mais claro um posicionamento de maior diminuição dos juros nas próximas reuniões, sendo a magnitude da flexibilização dependente do comportamento da inflação no período. A classificação do comunicado foi dovish, -1. Segue o comunicado 202 para elucidar esse novo posicionamento de flexibilização da política monetária por parte do BCB.

“O Copom decidiu, por unanimidade, reduzir a taxa Selic para 14,00% a.a., sem viés. O cenário básico do Copom pode ser resumido pelas seguintes observações: O conjunto dos indicadores divulgados desde a última reunião do Copom sugere atividade econômica um pouco abaixo do esperado no curto prazo, provavelmente em virtude de oscilações que normalmente ocorrem no atual estágio do ciclo econômico. A evidência disponível é compatível com estabilização recente da economia brasileira e possível retomada gradual da atividade econômica. A economia segue operando com alto nível de ociosidade. (...) O Comitê entende que a convergência da inflação para a meta para 2017 e 2018 é compatível com uma flexibilização moderada e gradual das condições monetárias. O Comitê avaliará o ritmo e a magnitude da flexibilização monetária ao longo do tempo, de modo a garantir a convergência da inflação para a meta de 4,5%. (...)”

É possível verificar nas palavras do Copom neste comunicado de nº 202, de 19/10/2016, que a economia brasileira estava fraca e o cenário era de uma diminuição da inflação ao longo dos meses.

Em novembro de 2016, houve mais uma redução de 0,25% na taxa Selic, para 13,75% ao ano. Essa diminuição estava mais clara no comunicado passado do COPOM. O fraco crescimento econômico e reduzidas projeções para o PIB permitiram uma redução nas taxas de juros, devido ao menor impacto caudado na inflação. A evidência sinalizava que a retomada da atividade econômica poderia ser mais demorada e gradual do que o previsto. A inflação recente mostrava-se mais

favorável, e as expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus recuaram para em torno de 4,9% para o final de 2017. O comitê também citou as reformas fiscais planejadas como um fator positivo para o cenário básico. O cenário analisado, levando-se em conta os pontos positivos e negativos, continuava compatível com um processo gradual de flexibilização monetária, no entanto, a magnitude da flexibilização monetária e a intensificação do seu ritmo iriam depender da inflação medida. Nesse sentido, o Copom destacou 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. A classificação do último comunicado de 2016 foi “Dovish”.

O ano de 2017 começou com uma redução da taxa SELIC, com o Copom reduzindo a taxa em 0,75%. Foi uma redução maior do que as anteriores, pois os indicadores sugeriram que a atividade econômica estava aquém do esperado, levando a uma retomada da atividade econômica ainda mais demorada e gradual, e a inflação continuou mais favorável devido a esse baixo crescimento econômico. As expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus recuaram para em torno de 4,8% para 2017, e 4,50 % para 2018, próximas da meta estabelecida (4,5% ao ano). O Copom avaliou a alternativa de reduzir a taxa básica de juros para 13,25%, entretanto, com o as expectativas de inflação ancoradas, o Comitê entendeu que a atividade econômica aquém do esperado tornara apropriada a antecipação do ciclo de flexibilização num ritmo mais acelerado. Continuava a expectativa para novos cortes de juros, com a classificação Dovish, -1. A reunião número 205 também teve um corte 0,75% na taxa de juros, com o Copom mostrando um cenário compatível com a estabilização da economia no curto prazo e sugerindo uma retomada gradual da atividade econômica ao longo de 2017, e a classificação do comunicado também foi Dovish.

No comunicado número 206 de abril de 2017, o Copom decidiu reduzir a taxa Selic em um ponto percentual, para 11,25% ao ano. A redução de 1% foi a maior até agora na série avaliada. O comportamento da inflação permanecia favorável na economia, permitindo uma flexibilização em ritmo mais acelerado. As expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus encontravam-se em torno de 4,1% para 2017. E o crescimento econômico brasileiro ainda estava lento, favorecendo uma inflação menor. Apesar dos riscos externos, havia pouca probabilidade de um

choque inflacionário naquele momento. O Comitê considerou o ritmo adequado, entretanto, a conjuntura econômica recomendava um monitoramento da evolução dos econômicos para as próximas tomadas de decisão. Os riscos econômicos continuavam no radar do Banco Central. A classificação do comunicado foi Dovish, - 1. As reuniões 207, 208 e 209 também tiveram reduções de 1% na taxa de juros SELIC, até chegar à 8,25% ao ano. Nestes comunicados, permaneceram as condições econômicas trazidas pelo Copom nas reuniões passadas, permitindo mais reduções enquanto o cenário se mostrasse favorável para a inflação. As classificações dos comunicados foram Dovish.

Nos dois últimos comunicados de 2017, o ritmo de flexibilização diminuiu, mas continuaram classificadas como Dovish. Permaneceu o entendimento compatível com a estabilização da economia brasileira e recuperação gradual dos indicadores, no entanto, houve um aumento de incerteza quanto ao ritmo de implementação de reformas e ajustes na economia pelo Governo, o que representava um risco para a inflação. As expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus haviam recuado para em torno de 3,1% para 2017 e 4,0% para 2018. Para as próximas reuniões, caso o cenário básico evoluísse conforme esperado, o Comitê enxergava como adequada uma redução moderada na magnitude de flexibilização monetária, ou seja, a redução dos juros seria menor. A redução foi de 0,75% em outubro, e de 0,5% em dezembro de 2017, chegando à 7,00% ao final do ano. As expectativas Focus enxergavam naquele momento que a taxa SELIC terminaria o ano seguinte, 2018, em 7,00% ao ano, mesmo valor de 2017, apesar do comitê ainda demonstrar em seus comunicados um tom de diminuição e flexibilização dos juros.

A primeira reunião de 2018 teve um corte de 0,25% na taxa básica de juros, para 6,75% ao ano, como havia sido sinalizado pelo Copom. O ritmo de flexibilização estava menor, e comportamento da inflação permanecia favorável. O Copom entendia que a conjuntura econômica prescrevia uma política monetária estimulativa, ou seja, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural, mas com um ritmo de redução mais lento e gradual, observando os riscos econômicos envolvidos. Para a próxima reunião, caso o cenário básico evoluísse conforme eles esperavam, o Comitê achava como mais adequada a interrupção do processo de flexibilização monetária. No entanto isso poderia se alterar e levar a uma flexibilização monetária

moderada adicional, caso houvesse mudanças na evolução do cenário básico e do balanço de riscos. A classificação do comunicado 212 foi neutra. Apesar de indicar, preferencialmente, a interrupção da flexibilização monetária, sua comunicação deixou em aberto o que poderia acontecer. O IPCA estava em 2,84% e as expectativas de inflação continuavam abaixo da meta para 2018 e 2019.

No comunicado 213, de abril de 2018, houve mais uma redução 0,25% na taxa SELIC. Havia uma recuperação consistente da economia brasileira na visão do Comitê, e com o cenário externo se mostrando favorável. O cenário básico para a inflação tinha evoluído de forma mais benigna que o esperado no início do ano de 2018, por isso foi decidido por mais uma flexibilização na taxa de juros, ou seja, o contexto se mostrou melhor, pois a indicação da reunião 212 era de uma parada nas diminuições dos juros. A evolução do cenário tornou possível a redução da taxa básica de juros para 6,5%. Naquele momento, para a próxima reunião, o Copom via como apropriada uma flexibilização monetária moderada adicional. No entanto, como havia feito antes, o Comitê deixou a possibilidade de interrupção do processo de flexibilização monetária caso fatos novos mudassem o cenário. Devido à baixa inflação oficial, esperava-se uma nova redução. A classificação foi Dovish. As expectativas Focus também acreditavam em mais uma redução de 0,25% da taxa de juros básica em 2018, com uma expectativa de 6,25% ao ano para a SELIC.

No entanto, essa flexibilização adicional não aconteceu em maio. O comunicado 214 revelou um cenário externo mais desafiador e mais volátil, devido a uma evolução dos riscos, em grande parte associados à normalização das taxas de juros em algumas economias avançadas (aumento de juros básicos nos EUA, por exemplo), produzindo ajustes nos mercados financeiros internacionais. Como resultado, houve redução do apetite ao risco em relação a economias emergentes, prejudicando a recuperação da economia brasileira. O cenário inflacionário continuava favorável, mas uma desvalorização do real perante o dólar poderia pressionar a inflação no futuro, e a decisão de manutenção dos juros refletia esses riscos. A evolução do cenário básico tornou desnecessária uma flexibilização monetária adicional, que fora prevista na reunião anterior. Para as próximas reuniões, o Comitê via como adequada a manutenção da taxa de juros no patamar corrente. Naquele momento, a taxa de 6,50 pontos percentuais era a menor taxa

histórica do Brasil, para estimular uma economia que quase não crescia, segundo o próprio Comitê.

As demais reuniões de 2018 seguiram o mesmo panorama, sem alterações na taxa SELIC, e aguardando um crescimento econômico brasileiro, bem como a manutenção da inflação nos níveis próximos à meta de 4,5% ao ano. As expectativas Focus para 2018 eram de a SELIC permanecer em 6,5%, em linha com o apontado pelo BCB, bem como uma inflação abaixo da meta. Vale ressaltar que o Comitê destacou em suas reuniões a greve no setor de transporte de cargas no mês de maio, o que dificultou a leitura da evolução da atividade econômica. A greve traria um impacto no crescimento do país, tornando-o mais lento, e, no curto prazo, a inflação refletiria os efeitos da paralisação, com um aumento dos preços. No entanto, esses efeitos poderiam ser mitigados pelo grau de ociosidade na economia e pelas expectativas de inflação ancoradas nas metas. O Comitê voltou a enfatizar que a continuidade do processo de reformas e ajustes era muito necessário para a economia, e que os próximos passos da política monetária continuariam dependendo da evolução da atividade econômica, sem novas flexibilizações planejadas para 2018.

Segue o trecho do comunicado 216, de 01 de agosto de 2018, quando o Comitê cita a greve dos caminhoneiros em sua avaliação:

“A inflação do mês de junho refletiu os efeitos altistas significativos da paralisação no setor de transporte de cargas e de outros ajustes de preços relativos. Dados recentes corroboram a visão de que esses efeitos devem ser temporários. As medidas de inflação subjacente ainda seguem em níveis baixos, inclusive os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária; As expectativas de inflação para 2018 e 2019 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 4,1%. As expectativas para 2020 e 2021 situam-se em torno de 4,0%”.

No final de 2018, as expectativas de inflação para 2018, 2019 e 2020 apuradas pela pesquisa Focus haviam caído para em torno de 3,7%, 4,1% e 4,0%. Mas o comitê continuava apontando os riscos para a inflação, como uma frustração das expectativas sobre a continuidade das reformas fiscais e a deterioração do cenário externo para economias emergentes. Não havia perspectiva de flexibilização monetária mesmo com o baixo crescimento econômico do país.

Já no início de 2019, na reunião 220, o Copom ressaltou que os indicadores da atividade econômica continuavam evidenciando recuperação gradual da economia brasileira, mas com alguma redução e alteração do perfil de riscos. Segundo o comitê, diminuía os riscos associados à normalização das taxas de juros em algumas economias desenvolvidas (juros globais mais altos desvalorizam o real). No entanto, havia temores de uma desaceleração da economia global, em função de diversas incertezas, como as disputas comerciais e o Brexit.

As expectativas de inflação seguiam dentro da meta. O nível de ociosidade elevado da economia brasileira contribuía para uma menor pressão inflacionária. O Copom avaliava que deveria ter cautela nas decisões de política monetária, mesmo diante de cenários voláteis, pois isso que contribuiria para seu objetivo principal de manter a trajetória da inflação em direção às metas. Ou seja, o Banco Central mantinha-se em sua meta de estabilizar os preços. A classificação desse primeiro comunicado de 2019 foi neutra, 0. Não houve mudanças nas expectativas Focus, que previa uma taxa SELIC de 6,50% para 2019.

Essa reunião de fevereiro de 2019 foi a última do presidente Ilan Goldfajn. A reunião número 221, de 20 de março de 2019, foi conduzida pelo novo presidente Roberto Oliveira Campos Neto, e o Copom manteve a taxa Selic em 6,50% ao ano, conforme esperado. Indicadores mostravam atividade econômica em ritmo aquém do esperado pelo Banco Central, com um cenário externo ainda desafiador. Sob comando de novo presidente, o BCB mantinha sua política monetária. A inflação continuava em níveis apropriados e confortáveis, devido à ociosidade da economia e baixo crescimento. O Copom reiterava que a conjuntura econômica prescrevia uma política monetária estimulativa. No entanto, devido aos riscos, ele previa uma manutenção da taxa Selic no nível vigente.

Era importante para o Banco Central observar o comportamento da economia brasileira ao longo do tempo, com menor grau de incertezas e livre dos efeitos contrários como a greve dos caminhoneiros no ano anterior, ainda mais sob um novo comando, para que as melhores decisões pudessem ser tomadas ao longo do tempo. Era pregado serenidade e perseverança em suas políticas monetárias. O modelo do comunicado seguiu o mesmo da gestão anterior. A classificação da reunião seguinte, a 222, também teve classificação neutra, 0, com um cenário base semelhante ao do comunicado 221. O Comitê apenas ressaltou que a percepção de

continuidade da agenda de reformas afetaria diretamente as expectativas macroeconômicas e a consequente política monetária.

A reunião de junho de 2019 teve também a classificação neutra, 0, no entanto, com uma particularidade. As expectativas de inflação para 2019 e 2020 estavam agora abaixo de 4,00% ao ano, abaixo das metas de inflação, que eram de 4,25% e 4,00%, respectivamente. O relatório Focus também modificou suas expectativas para a taxa SELIC, que foram para 5,75% ao ano para 2019, mesmo sem o Copom dizer claramente que faria cortes adicionais na taxa SELIC. Os indicadores da atividade econômica indicavam interrupção do processo de recuperação da economia, ou seja, o crescimento do PIB não estava acontecendo naquele momento, mas o Copom contemplava a retomada desse processo de crescimento gradualmente ao longo do tempo. Havia riscos associados a uma desaceleração da economia global, com a inflação permanecendo em níveis apropriados. O Comitê julgava novamente que avanços concretos na agenda de reformas fiscais e estruturais da economia eram fundamentais para a consolidação do cenário benigno da inflação.

Segue um trecho do comunicado 223 de 19 de junho de 2019, e apesar dos fatores apontados para a baixa inflação, nada no comunicado indicou uma redução da taxa de juros, por isso sua classificação neutra:

“(...) Indicadores recentes da atividade econômica indicam interrupção do processo de recuperação da economia brasileira nos últimos trimestres. O cenário do Copom contempla retomada desse processo adiante, de maneira gradual; O cenário externo mostra-se menos adverso, em decorrência das mudanças nas perspectivas para a política monetária nas principais economias. Entretanto, os riscos associados a uma desaceleração da economia global permanecem; (...) Considerando o cenário básico, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom decidiu, por unanimidade, pela manutenção da taxa básica de juros em 6,50% a.a. O Comitê entende que essa decisão reflete seu cenário básico e balanço de riscos para a inflação prospectiva e é compatível com a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante. (...) Na avaliação do Copom, a evolução do cenário básico e do balanço de riscos prescreve manutenção da taxa Selic no nível vigente. O Comitê 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. “

Em julho de 2019, o Copom reduziu a taxa de juros em 0,5%, para 6,00% ao ano. Era a menor taxa SELIC registrada na época. Essa redução não foi dita pelo próprio Copom na reunião anterior, mas o mercado já previa alguma redução na taxa de juros, conforme informado no relatório Focus. A expectativa no momento era de uma SELIC de 5,25% em 2019, ou seja, o mercado esperava novos cortes, devido ao baixo crescimento econômico do país e inflação prevista de 3,8% para o fim do ano.

O Copom destacou que os indicadores da atividade econômica sugeriam a possibilidade de retomada do processo de recuperação da economia brasileira, e o cenário externo era visto como benigno, em decorrência das mudanças de política monetária nas principais economias. Os níveis inflacionários eram bem confortáveis. Considerando esse cenário básico, o Copom decidiu pela redução da taxa básica de juros, pois a conjuntura econômica (com menos riscos) prescrevia política monetária amis estimulativa. O Comitê reconheceu que o processo de reformas e ajustes necessários na economia brasileira estava avançando, mesmo que em ritmo lento, e chegou a prever um ajuste adicional no grau de estímulo se o cenário básico fosse melhorando, embora esse estímulo adicional não estivesse garantido. Essa última reunião da série analisada teve uma classificação dovish, -1, com novos cortes de juros no radar do mercado e do BCB.

Após a análise detalhada dos comunicados e de suas classificações, é possível verificar que o BCB foi transparente ao comunicar sua decisão de política monetária no período, pois em todos os comunicados analisados foi possível classificar claramente qual era a intenção futura do Copom, mesmo que ele não tenha feito o que dissera em 3 das 33 reuniões (cerca de 10% das vezes) por mudanças no cenário base da economia. Ele foi consistente, suas palavras de fato foram seguidas por ações correspondentes ao que fora apresentado.

Essa transparência do Copom pode ser verificada nos momentos dos comunicados em que ele cita quais fatores econômicos está observando, mesmo que não existe uma legislação que determine qual o procedimento exato a ser seguido pelo comitê ao definir a taxa de juros. Os objetivos do BCB são claros em relação a manter a inflação dentro da meta, mas não há uma norma que explique essa tomada de decisão, nem quais fatores são mais relevantes. Apesar disso, os comunicados apresentam os cenários básicos visualizados pelo Banco, bem como

mostram os passos que o Copom irá seguir e o que pode fazer com que os planos do BCB se alterem no meio do ciclo de juros.

Nos comunicados, o Copom cita e explica o cenário básico da Economia com que o Comitê trabalha em suas decisões, e apresenta suas observações gerais. Isso é relevante para o mercado realizar suas projeções para a inflação, já que um dos objetivos do BCB é ancorar as expectativas da inflação.

A expressão “crescimento” foi citada em 24 comunicados, ou seja, em mais de 70% da amostra. A partir da reunião nº 201, esse foi um fator sempre analisado e exposto nos comunicados do Copom, sendo um fator relevante. Já a expressão “cenário básico” foi citada em 25 reuniões, e a partir da presidência de Ilan Goldfajn foi um padrão dos comunicados elencarem em sua comunicação o cenário econômico visualizado pelo BCB, elevando o grau de transparência das informações.

Como forma de ditar as expectativas de mercado, o Copom cita os relatórios de mercado Focus em 25 dos 33 comunicados. Eles são levados em consideração para a tomada final da decisão do Copom. O comitê também diz, por exemplo, qual o cenário inflacionário verificado por seus membros (“A inflação recente mostrou-se mais favorável que o esperado”), dando uma base para a referência da inflação.

A partir de novembro de 2016, as reformas fiscais e estruturais foram sendo sempre citadas como fatores essenciais para a decisão do Copom. O crescimento econômico do país passaria, segundo o BCB, necessariamente por essas reformas, que também iriam influenciar na inflação e nas taxas de juros da economia.

É válido notar que, na maioria das vezes, o cenário interno foi citado como mais preocupante do que o cenário externo, inclusive este estando benigno em certos momentos, como citado pelo comitê no comunicado de outubro de 2016: “No âmbito externo, o cenário ainda apresenta interregno benigno para economias emergentes.”

4.2 Análise das metas de inflação do período; classificação dos comunicados do Copom; e expectativas dos Relatórios Focus.

Nesta seção, iremos mostrar o cenário de metas de inflação do período analisado. As metas de inflação são basilares para o mercado e para o BCB, e a tabela 1, a seguir, mostra os valores históricos definidos como metas de inflação para o Brasil, no período de 2015 a 2020. Essas eram as metas avaliadas pelo Copom ao definir as taxas de juros da economia, e espera-se que o BCB seja capaz de ancorar as expectativas de acordo com essas metas.

Tabela 1: Histórico de Metas para a Inflação no Brasil

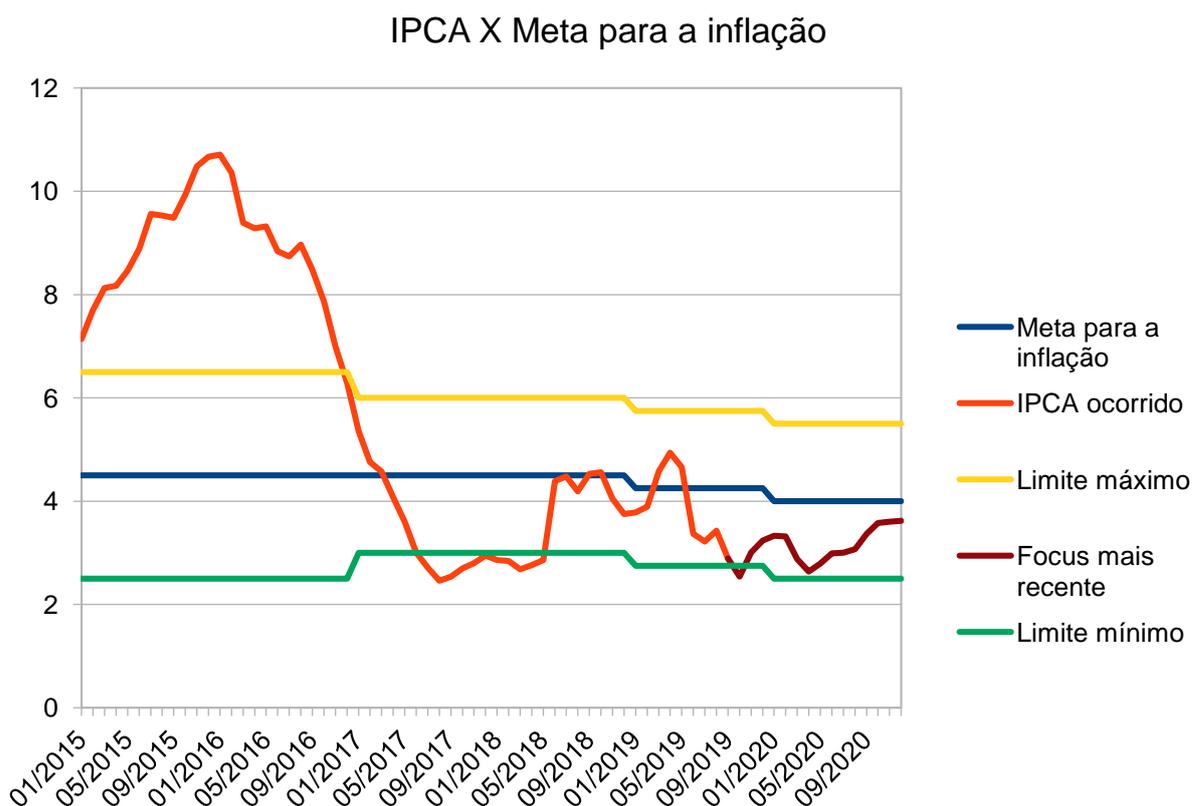
Histórico das Metas para a Inflação no Brasil					
ANO	Data de Definição	META %	BANDA (p.p.)	Limites Inferior e Superior (%)	Inflação Efetiva (IPCA % a.a.)
2015	28/06/13	4,50	2,00	2,5-6,5	10,67
2016	25/06/14	4,50	2,00	2,5-6,5	6,29
2017	25/06/15	4,50	1,50	3,0-6,0	2,95
2018	30/06/16	4,50	1,50	3,0-6,0	3,75
2019	28/06/17	4,25	1,50	2,75-5,75	-
2020	28/06/17	4,00	1,50	2,5-5,5	-

Fonte: Banco Central do Brasil e Conselho Monetário Nacional.

Analisando esses dados, durante os primeiros anos considerados na tabela, a meta de inflação era de 4,5% ao ano, chegando a 4,00% no ano de 2020. A banda

de tolerância também diminuiu no período, indo de 2,00% para 1,50%. Fazendo uma relação com o IPCA, percebe-se que em 2015 e 2016, a inflação foi maior que a meta estabelecida, já nos anos de 2017 e 2018, a inflação ficou abaixo da meta. Uma inflação mais controlada e próxima das metas permite ao BCB não elevar as taxas de juros, e pode estimular a economia através do crédito mais acessível ao mercado e à sociedade. Esse efeito pode explicar também o gráfico a seguir, que relaciona o IPCA ocorrido com as metas e bandas de tolerância da inflação. Assim como a Tabela 1, o Gráfico 1 relaciona a inflação com a meta de inflação, de forma a visualizar como o IPCA ocorrido saiu de patamares superiores distantes das bandas de tolerância até atingir a meta estabelecida pelo CMN.

Gráfico 1: IPCA e a Meta para a inflação.



Fonte: Banco Central do Brasil

Este Gráfico 1 mostra a evolução e a relação das metas de inflação e do IPCA ocorrido ao longo dos anos, de 2015 a 2020. A meta para a inflação (com

limites máximo e mínimo de tolerância das bandas) é a meta definida pelo CMN, conforme os dados extraídos da Tabela 1. O IPCA ocorrido refere-se à variação da inflação nos últimos 12 meses a partir de cada uma das datas. As expectativas de inflação são as informadas pelos analistas de mercado e compiladas no relatório Focus disponível, para os meses a partir de setembro de 2019. No ano de 2015, como adiantado, o IPCA ficou bem acima da meta e também fora da banda de tolerância. A inflação chegou a mais de 10% ao ano no pico do período. A inflação estava elevada devido a política implementada pelo governo de incentivar o consumo sem ter oferta suficiente. Isso fez com que os preços se elevassem muito no período.

A partir de 2016, a inflação começou um processo de queda, mas permaneceu a maior parte do ano ainda acima da banda máxima de tolerância. Vale notar que o IPCA saiu do patamar de 10,6% para cerca de 6,2% em apenas um ano. Uma queda de aproximadamente 40%, sendo bastante expressiva. A queda acentuada da inflação pode ser explicada, segundo os próprios comunicados do Copom que serão analisados, pelo fraco desempenho econômico do país no período, o que levou à diminuição do consumo e queda nos índices de Produto Interno Bruto, ou seja, o BCB avaliou o cenário econômico de baixo desempenho como um fator determinante para decidir a taxa de juros, e diminuí-la. No ano de 2017 a diminuição da inflação persistiu, finalizando o período em 2,95%, ou seja, o IPCA que antes estava acima da meta, agora estava abaixo da banda inferior de tolerância, o que favoreceu a diminuição da taxa de juros na economia brasileira.

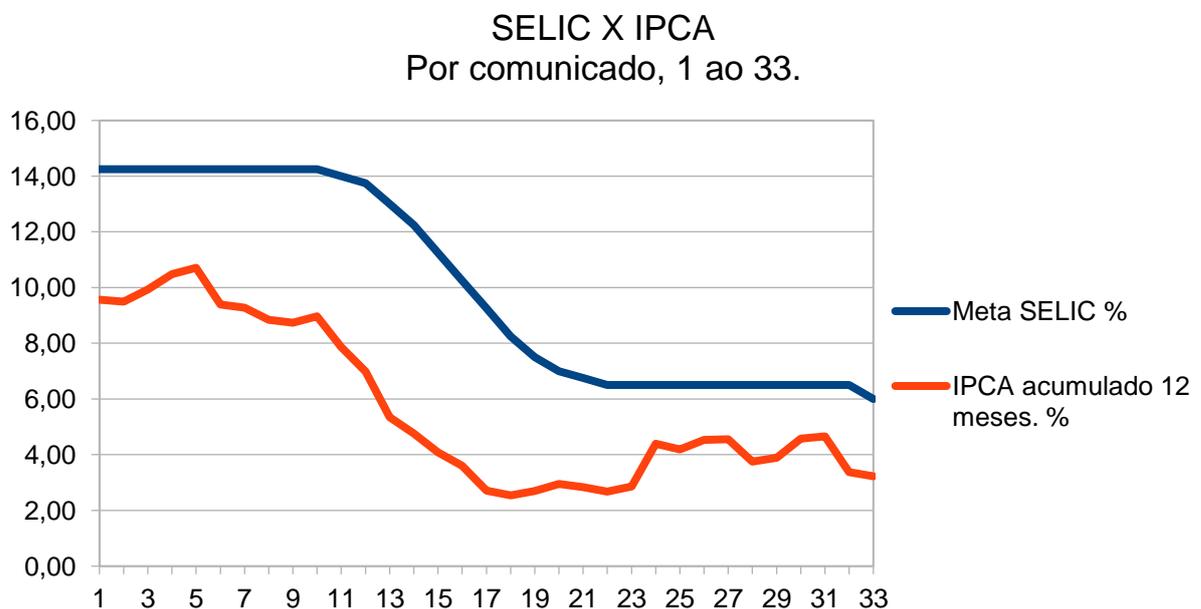
Antes, o IPCA costumava ficar acima da meta estabelecida e fora das bandas de tolerância, tendo o BCB que ancorar e tentar diminuir essa inflação através da manutenção da taxa básica de juros em níveis elevados. Mais recentemente, as metas de inflação diminuíram, e o IPCA esteve na maior parte do tempo abaixo da meta. Poucos foram os períodos em que o IPCA registrado foi maior que a meta após o ano de 2017, e isso pode explicar a política monetária mais “dovish” do Banco Central, que pôde estimular a economia, já que a inflação estava dentro dos parâmetros esperados.

Em 2018 e 2019, a inflação esteve bem próximo ao centro da meta. Veremos que neste período o BCB manteve a taxa de juros mais estável, não sendo

necessário tantas intervenções por parte da política monetária para ancorar as expectativas de mercado.

Para o ano de 2020, as expectativas do relatório Focus mostram o IPCA abaixo, mas ainda próximo da meta de 4,0 % ao ano, o que pode levar ao BCB diminuir em 2020 a taxa básica de juros para patamares menores que os vistos até agora em sua política monetária.

Gráfico 2: Taxa SELIC e o IPCA acumulado.



Fonte: IBGE e Banco Central do Brasil.

Quanto ao gráfico 2, ele mostra a meta da taxa SELIC definida em cada uma das 33 reuniões analisadas do BCB, e a inflação acumulada nos últimos 12 meses, a partir de cada um dos comunicados. Verifica-se que à medida que o IPCA ocorrido diminuiu, a taxa de juros básica também diminuiu ao longo do tempo. Uma taxa de juros mais elevada objetiva diminuir o ritmo da inflação observada, e foi o que aconteceu durante os primeiros comunicados. A inflação estava acima das metas, então o BCB havia elevado a taxa de juros até o maior valor da década, em 14,25% ao ano. Aos poucos, então, a inflação começou a diminuir, e o Copom pode também diminuir as taxas de juros, para permitir uma maior flexibilização econômica, e para favorecer um maior crescimento econômico.

Como fora dito, iremos analisar os comunicados do BCB a partir de julho de 2015, quando a taxa básica de juros SELIC estava em 14,25% ao ano. Ao todo, serão analisados 33 comunicados, até o comunicado de 31 de julho de 2019, quando o COPOM decidiu reduzir a taxa SELIC para 6,00% ao ano. Este período é relevante pois irá mostrar o comportamento recente do BCB em relação à taxa SELIC e sua política monetária, saindo da taxa mais alta da década até o valor mais baixo registrado até aquele momento específico.

Teceremos breves comentários sobre cada um dos comunicados, na próxima parte deste capítulo, para avaliar a transparência e consistência das palavras do Copom. A seguir, apresentaremos as classificações dos comunicados, conforme a metodologia, em “dovish”, neutro e “hawkish”, de acordo com a semântica e entendimento dos textos. Assim, será possível verificar se o Banco Central fez posteriormente o que havia dito que faria, na questão de diminuir, manter, ou elevar a taxa de juros.

A próxima tabela contém os dados da taxa SELIC definida em cada uma das reuniões, a classificação do comunicado conforme a metodologia apresentada e a variação da taxa de juros, em cada uma das reuniões do Copom:

Tabela 2: Classificação dos Comunicados do Copom.

Reunião					
Nº	Data	CLASSIFICAÇÃO		SELIC a.a. %	Varição %
224º	31/07/19	-1	Dovish	6,00	-0,50
223º	19/06/19	0	Neutra	6,50	-
222º	08/05/19	0	Neutra	6,50	-
221º	20/03/19	0	Neutra	6,50	-
220º	06/02/19	0	Neutra	6,50	-
219º	12/12/18	0	Neutra	6,50	-
218º	31/10/18	0	Neutra	6,50	-

217°	19/09/18	0	Neutra	6,50	-
216°	01/08/18	0	Neutra	6,50	-
215°	20/06/18	0	Neutra	6,50	-
214°	16/05/18	0	Neutra	6,50	-
213°	21/03/18	-1	Dovish	6,50	-0,25
212°	07/02/18	0	Neutra	6,75	-0,25
211°	06/12/17	-1	Dovish	7,00	-0,50
210°	25/10/17	-1	Dovish	7,50	-0,75
209°	06/09/17	-1	Dovish	8,25	-1,00
208°	26/07/17	-1	Dovish	9,25	-1,00
207°	31/05/17	-1	Dovish	10,25	-1,00
206°	12/04/17	-1	Dovish	11,25	-1,00
205°	22/02/17	-1	Dovish	12,25	-0,75
204°	11/01/17	-1	Dovish	13,00	-0,75
203°	30/11/16	-1	Dovish	13,75	-0,25
202°	19/10/16	-1	Dovish	14,00	-0,25
201°	31/08/16	0	Neutra	14,25	-
200°	20/07/16	0	Neutra	14,25	-
199°	08/06/16	0	Neutra	14,25	-
198°	27/04/16	0	Neutra	14,25	-
197°	02/03/16	0	Neutra	14,25	-
196°	20/01/16	0	Neutra	14,25	-
195°	25/11/15	0	Neutra	14,25	-
194°	21/10/15	0	Neutra	14,25	-
193°	02/09/15	0	Neutra	14,25	-
192°	29/07/15	0	Neutra	14,25	-

Cada um dos comunicados foi avaliado conforme suas palavras expressavam a indicação da ação futura do BCB em relação à taxa SELIC, bem como foi observado a decisão da taxa básica de juros em cada uma das reuniões, levando-se em consideração o que fora dito na reunião anterior do Copom.

Já neste momento é possível verificar que houve uma diminuição da taxa de juros na reunião número 202 que não fora expressada pelo BCB em sua reunião anterior, a 201, classificada com uma perspectiva neutra, 0, para a taxa SELIC. No comunicado referente a reunião número 213 ocorreu algo semelhante. O comunicado anterior havia sido classificado como neutro, 0, no entanto, o BCB decidiu cortar a taxa de juros para 6,5%. Este comunicado – o 213 – teve classificação dovish, -1, mas não houve uma nova diminuição da taxa de juros na reunião de maio de 2018. Essas foram as três vezes que se observou na série observada que o BCB não fez na reunião seguinte o que fora dito em seu comunicado prévio. Isso pode ter acontecido pois o BCB visualizou no cenário básico uma mudança na estrutura econômica que não permitiu ao comitê manter o que fora informado na reunião passada, e foi necessária uma mudança de decisão para se adaptar a uma nova realidade encontrada. Podemos analisar que, em regra, o BCB é consistente em comunicar qual será a direção da taxa de juros SELIC em sua próxima reunião do Copom, sinalizando ao mercado o que será feito de fato. Em 90,9% dos comunicados da série analisada o comportamento futuro da taxa SELIC foi em linha com o previamente comunicado.

No período, foram 12 comunicados classificados como “dovish” e 21 com classificação “neutra”. Não houve nenhum comunicado com indicação de elevação dos juros, e isso se deu pelo fraco desempenho do crescimento econômico do país, conforme explicado pelo próprio BCB em seus comunicados, que serão detalhados mais a frente neste capítulo.

Os cortes nas taxas de juros variaram entre 0,25% até 1,00%. Os cortes foram menores no início e no final do maior ciclo de flexibilização, entre outubro de 2016 a março de 2018, e foram maiores principalmente no meio de 2017, quando o BCB enxergava que deveria estimular a economia de uma maneira mais contundente, devido aos altos juros praticados anteriormente.

A próxima tabela mostra os dados dos relatórios de mercado Focus. São as expectativas de inflação (IPCA) ao final do período atual da reunião e do

comunicado, a expectativa de inflação para o período seguinte ao relativo comunicado, as expectativas da taxa de juros SELIC no período atual e no período seguinte aos comunicados do Copom. Esses dados são importantes para entender como o BCB levou em consideração as opiniões do mercado para sua política monetária, e como o mercado foi afetado pelos comunicados (pelas indicações) do Copom ao mudar suas expectativas de acordo com o que dizia o BCB sobre suas ações futuras.

Tabela 3: Taxa SELIC, IPCA e Dados dos Relatórios de Mercado Focus.

Reunião		Relatório FOCUS Imediatamente após divulgação do Comunicado					
Nº	Data	Taxa SELIC %	IPCA acumulado 12 meses. %	Expectativa de inflação ao final do ano atual	Expectativa de inflação ao final do ano seguinte	Expectativa da Meta SELIC ao final do ano atual	Expectativa da Meta SELIC ao final do ano seguinte
224º	31/07/19	6,00	3,22	3,80	3,90	5,25	5,50
223º	19/06/19	6,50	3,37	3,82	3,95	5,75	6,50
222º	08/05/19	6,50	4,66	4,04	4,00	6,50	7,50
221º	20/03/19	6,50	4,58	3,89	4,00	6,50	7,50
220º	06/02/19	6,50	3,89	3,87	4,00	6,50	8,00
219º	12/12/18	6,50	3,75	3,71	4,07	6,50	7,50
218º	31/10/18	6,50	4,56	4,40	4,22	6,50	8,00
217º	19/09/18	6,50	4,53	4,28	4,18	6,50	8,00
216º	01/08/18	6,50	4,19	4,11	4,10	6,50	8,00
215º	20/06/18	6,50	4,39	4,00	4,10	6,50	8,00
214º	16/05/18	6,50	2,86	3,50	4,01	6,25	8,00
213º	21/03/18	6,50	2,68	3,57	4,10	6,50	8,00
212º	07/02/18	6,75	2,84	3,84	4,25	6,75	8,00

211º	06/12/17	7,00	2,95	2,88	4,02	7,00	7,00
210º	25/10/17	7,50	2,70	3,08	4,02	7,00	7,00
209º	06/09/17	8,25	2,54	3,14	4,15	7,00	7,25
208º	26/07/17	9,25	2,71	3,40	4,20	8,00	7,75
207º	31/05/17	10,25	3,60	3,90	4,40	8,50	8,50
206º	12/04/17	11,25	4,08	4,06	4,39	8,50	8,50
205º	22/02/17	12,25	4,76	4,36	4,50	9,25	9,00
204º	11/01/17	13,00	5,35	4,80	4,50	9,75	9,50
203º	30/11/16	13,75	6,99	6,69	4,93	13,75	10,50
202º	19/10/16	14,00	7,87	6,89	5,00	13,50	11,00
201º	31/08/16	14,25	8,97	7,34	5,12	13,75	11,00
200º	20/07/16	14,25	8,74	7,21	5,29	13,25	11,00
199º	08/06/16	14,25	8,84	7,19	5,50	13,00	11,25
198º	27/04/16	14,25	9,28	6,94	5,72	13,25	11,75
197º	02/03/16	14,25	9,39	7,59	6,00	14,25	12,50
196º	20/01/16	14,25	10,71	7,23	5,65	14,64	12,75
195º	25/11/15	14,25	10,48	10,38	6,64	14,25	14,13
194º	21/10/15	14,25	9,93	9,85	6,22	14,25	13,00
193º	02/09/15	14,25	9,49	9,29	5,58	14,25	12,00
192º	29/07/15	14,25	9,56	9,25	5,40	14,25	12,00

Nesta tabela é possível notar, também observando os dados já apresentados de metas de inflação e os índices dos comunicados, que o BCB só começou sua flexibilização das taxas de juros quando as expectativas de inflação e a inflação corrente acumulada reduziram a patamares compatíveis com as metas de inflação.

Nas reuniões de nº 202 até a 211, classificadas como “dovish”, houve uma diminuição das expectativas de inflação e da taxa SELIC; conforme o relatório Focus imediatamente após a divulgação da decisão do Copom através de seu comunicado; pois o mercado ia ajustando suas previsões futuras à medida que o BCB cumpria

sua política monetária. Pode-se inferir dessa informação que o BCB tem influencia sobre o mercado.

Quando a situação é de baixa atividade econômica e a inflação está controlada, a política é a de queda dos juros. No entanto, leva alguns meses para a decisão do Copom efetivamente atingir a economia real, ou seja, tornar empréstimos mais baratos e facilitar o consumo, facilitando investimentos por parte das empresas e consumo por parte das famílias, fatores que tendem a elevar a inflação em situações normais.

Portanto, no período, houve espaço para a política monetária mais flexível do BCB, mesmo que isso pressionasse a inflação no médio prazo, pois não havia expectativas dela ultrapassar o teto da meta do governo, segundo o relatório Focus. A política monetária Dovish levou a taxas de juros mais baixas e a um possível enfraquecimento da moeda do país, mas se uma taxa de juros mais baixa é acompanhada de baixo crescimento econômico e ociosidade na economia, a redução não tende a afetar significativamente a elevação da inflação.

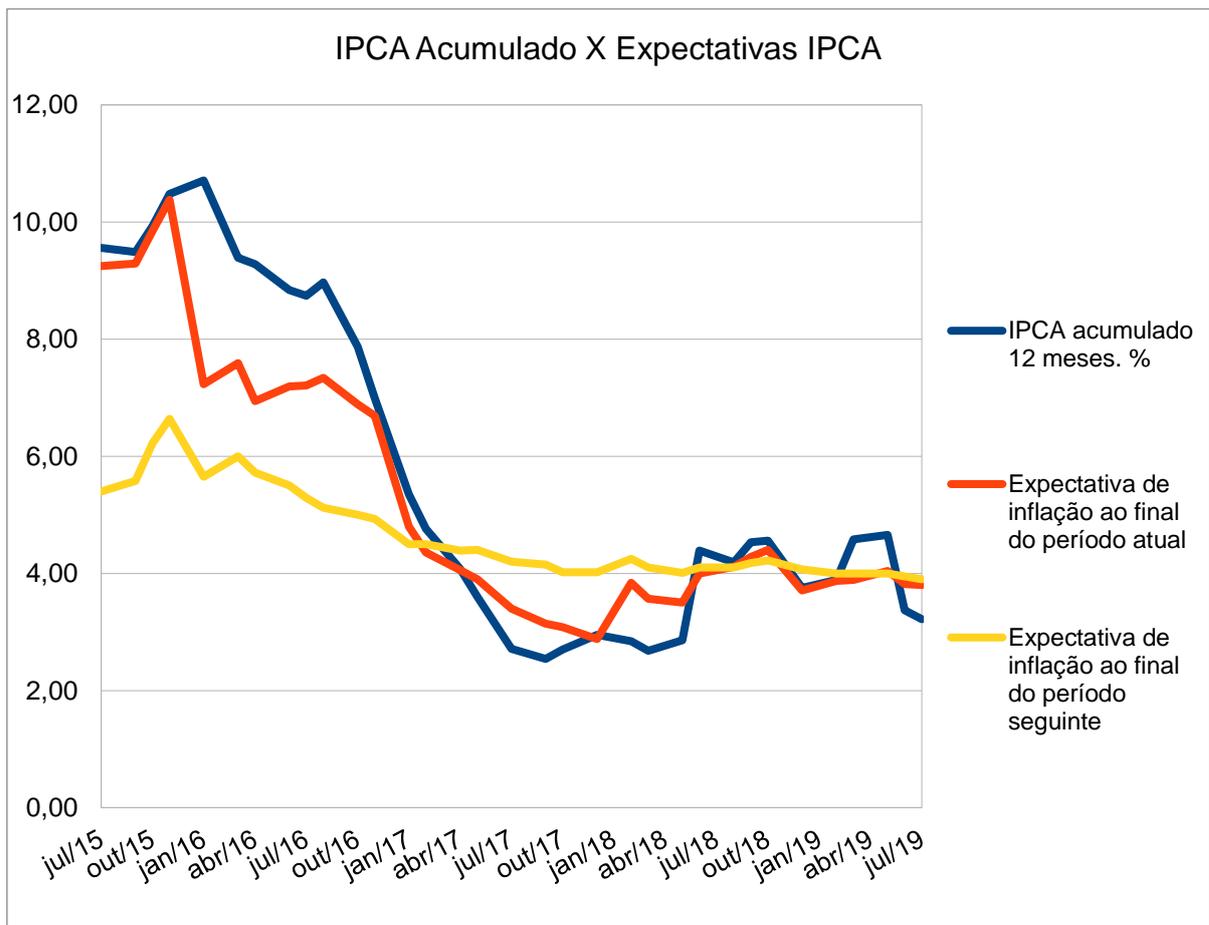
No período, em 18 reuniões o IPCA acumulado estava acima da meta de inflação estabelecida, e em 15 oportunidades, a inflação estava abaixo da meta. Mas levando em consideração apenas as expectativas para o final do ano atual às reuniões, a inflação estava acima da meta apenas em 13 oportunidades. O BCB flexibilizou as taxas de juros, e o mercado avaliou que a inflação continuaria comportada, considerando os aspectos da economia. O ritmo inflacionário veio de acordo com as previsões do Copom, tendo sua política monetária de fato controlado a inflação a partir de 2017, e a inflação correspondeu ao esperado pelo BCB, ou seja, o Banco fez o que pretendia e de fato as expectativas de inflação permaneceram dentro da meta. A partir de fevereiro de 2017, quando a expectativa de inflação era de 4,36% para o final daquele ano, o relatório Focus sempre apontou uma inflação estável dentro das metas.

É possível também verificar que, considerando a expectativa de inflação na data do primeiro comunicado de cada ano, o IPCA ocorrido posteriormente no final do período anual foi sempre inferior. Em 2016, a expectativa era de 7,23%, e o IPCA registrado foi de 6,29%. Em 2017 a expectativa era de 4,8%, e a inflação foi de 2,95%; e em 2018 a expectativa era para uma inflação de 3,84%, sendo observado um IPCA de 3,75% ao final do ano. As expectativas de inflação, portanto, no início

do ano eram maiores que a inflação de fato observada ao final. Essas expectativas foram diminuindo à medida em que o BCB ia executando sua política de forma consistente, ancorando a inflação.

O gráfico a seguir mostra como as expectativas de inflação do relatório Focus iam ao encontro do IPCA acumulado ao longo do ano. Quanto mais longe do final do período, mas distantes estavam as expectativas da realidade. Ao final dos anos temos o encontro das expectativas com a inflação. A expectativa para o final do ano seguinte ao do comunicado continuou bem estável ao longo de 2017 a 2019, sempre em linha com a meta de inflação e conseguiu prever os movimentos futuros.

Gráfico 3: IPCA acumulado e as expectativas de inflação.



Fonte: Banco Central do Brasil

O mercado, ao analisar as expectativas de inflação para os anos seguintes, fornece ao BCB um “feedback” sobre sua política monetária. Se as expectativas estão ancoradas, dentro das metas, e de acordo com as previsões dos componentes do Banco, significa que a comunicação e divulgação de informações do Copom estão sendo eficazes e informando de forma correta os agentes de mercado que recebem esse conteúdo, nesta conexão entre os comunicados e a inflação.

Para demonstrar a relação da taxa SELIC definida pelo Copom com o IPCA e as expectativas de inflação, faremos uma regressão linear simples entre as variáveis. O resultado da regressão da taxa SELIC e do IPCA acumulado, sendo a taxa de juros a variável explicativa e a inflação a variável explicada foi o seguinte:

Estatística de regressão	
R múltiplo	0,8743458
R-Quadrado	76,45%
R-quadrado ajustado	76%
Valor -P	0,00000000000000000297
Erro padrão	1,38984427
Observações	33

O valor -P é inferior a 0,05, ou seja, a correlação entre as duas variáveis é significativa. O R-Quadrado é de 76,45%, e quanto mais próximo de 100%, maior a representatividade da variável explicativa ao explicar o comportamento da variabilidade que ocorre na variável explicada. Quanto ao coeficiente de Pearson, o R múltiplo é positivo, 0,8743458, definindo uma correlação positiva forte entre os valores.

A regressão entre a taxa SELIC e a expectativa de inflação Focus para o final do ano atual foi a seguinte:

Estatística de regressão	
R múltiplo	0,844492032
R-Quadrado	71,32%
R-quadrado ajustado	70%
Valor -P	0,0000000652
Erro padrão	1,197854121
Observações	33

O valor -P também é inferior a 0,05, representando uma correlação significativa entre as duas variáveis. O R-Quadrado é de 71,32%, menor que o da relação com o IPCA ocorrido, mas ainda é relevante para explicar a variável dependente. O R múltiplo é positivo, 0,844492032, definindo uma correlação positiva forte entre os valores.

Essas relações positivas entre a SELIC e a inflação demonstram a significância entre os juros, a decisão do Copom e a inflação observada pelo mercado para as tomadas de decisão. O que aconteceu no período foi que uma taxa de juros alta significava uma inflação mais elevada naquele momento. Somente com os recuos do IPCA que houve cortes das taxas de juros. Uma expectativa de inflação acima das metas faz com que o Copom tenha que manter os juros altos, ou elevá-los. Como os juros já estavam no maior patamar da década, o BCB manteve os juros naqueles patamares, e a inflação parou de subir e começou a recuar. Com a diminuição do IPCA, o BCB pôde diminuir as taxas de juros sem que a inflação fosse pressionada, porque também esta estava acima dos valores de referência, e a economia tinha baixo crescimento e o consumo estava fraco.

É importante ressaltar que a literatura prega que uma taxa de juros mais elevada tende a diminuir a inflação, ao encarecer empréstimos e investimentos, ao passo que a diminuição dos juros serviria para pressionar a inflação para cima. O observado no período estudado, no entanto, foi uma relação em que à medida que a inflação diminuía, o BCB também diminuía os juros, e quando os juros chegaram a sua mínima histórica, a inflação continuou comportada e dentro da meta, sem ter grandes elevações. Não houve uma conexão trivial, mas sim um comportamento resistente da inflação, que devido possivelmente à um baixo crescimento econômico não se elevou com os juros mais baixos.

Quanto ao PIB e o baixo crescimento econômico, ressaltamos o gráfico e a tabela a seguir, que mostram crescimento negativo para o PIB nos anos de 2015 e 2016, com recuperação apenas a partir de 2017, conforme dados do IBGE (2019). Ou seja, o período de maior inflação coincidiu com os anos de pior desempenho econômico do país nessa época. E o baixo crescimento que seguiu a série permitiu ao BCB flexibilizar as taxas de juros. O comitê cita em seus comunicados a ociosidade gerada na economia devido ao PIB desanimador. Mais ociosidade

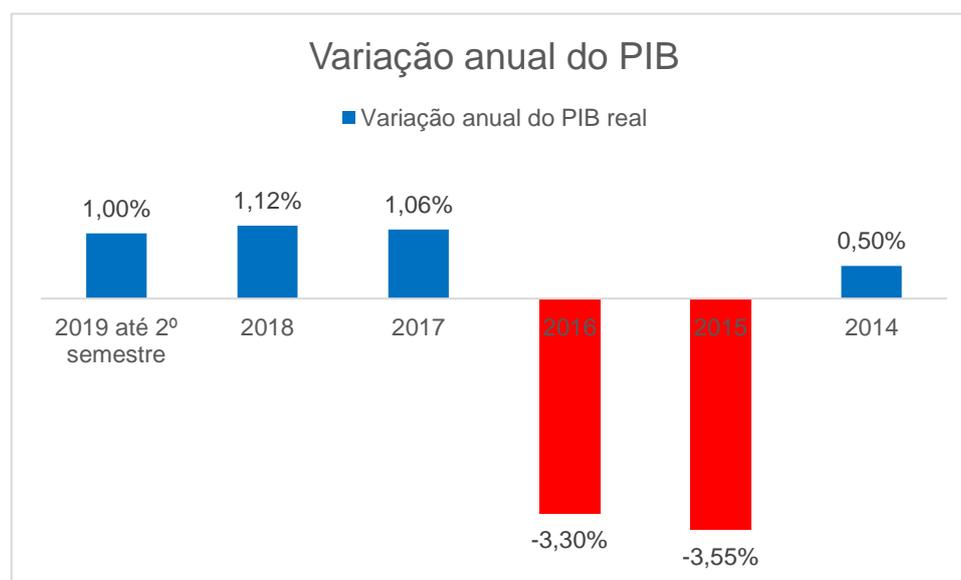
significa menos pressão inflacionária na economia, permitindo que uma SELIC menor não tenha consequência imediata sobre um aumento do IPCA observado.

Tabela 4: PIB anual real.

Ano	PIB real (R\$ constantes)	Varição anual do PIB real
2019 até 2º semestre	4.077.615.529.300,00	1,00%
2018	4.063.153.152.300,00	1,12%
2017	4.018.246.070.800,00	1,06%
2016	3.975.947.505.600,00	-3,30%
2015	4.111.863.267.300,00	-3,55%
2014	4.263.019.865.100,00	0,50%

Fonte: IBGE

Gráfico 4: Variação do PIB anual.



Fonte: IBGE.

O PIB cresce quando a população consome e as empresas investem, exportam mais e importam menos. O governo também precisa estar gastando mais para termos esse crescimento. No entanto, se a economia tem desempenho fraco, é necessário um estímulo maior por parte do governo para que haja algum aquecimento na economia. Isso também é analisado pelo BCB, ao definir a taxa de juros. Uma taxa de juros menor favorece o consumo e pode favorecer um crescimento mais acelerado, e pode pressionar a inflação para cima. Mas com os níveis de ociosidade elevados, não foi observado impactos significativos na elevação da inflação no período a partir de 2017. Mostramos na seção passada como o BCB levou em consideração em suas comunicações essa e as demais variáveis econômicas.

5. CONCLUSÃO

O desenvolvimento do presente estudo possibilitou uma análise dos comunicados do Copom e de suas relações com as expectativas do mercado e a inflação oficial. Além disso, também permitiu inferir que o BCB realiza de fato a política monetária que é divulgada em suas reuniões, com cortes ou manutenções das taxas de juros. Os principais resultados da análise são que o conteúdo literal dos comunicados divulgados parece ser suficientemente transparente, no sentido de que é possível classificar suas expressões no sentido de uma elevação, manutenção ou diminuição das taxas de juros, e o comitê cita suas visões sobre a estabilidade de preços, expectativas de inflação, e crescimento econômico do país.

Um importante ponto que se verificou é que a política monetária do Banco Central é baseada em uma regra e determinações legais, mas existe um grau de discricionariedade e flexibilidade na tomada de decisão, sendo difícil prever o futuro se o Copom não disser claramente quais serão seus posicionamentos acerca dos juros e da economia. Leva-se em consideração vários fatores macroeconômicos ao se tomar a decisão da taxa SELIC, como ficou evidenciado pelo estudo específico de cada comunicado no período do trabalho. Não há uma norma de como o Copom vai analisar e tomar suas decisões, bem como não há fatores que ele seja obrigado a seguir. Durante as 33 reuniões, foi possível notar diversos fatores diferentes que foram analisados e expostos pelos membros do comitê para o mercado. Apesar de haver semelhança das variáveis em muitos dos comunicados, e da tomada de decisão observar sempre a inflação e suas expectativas, há uma liberdade de escolha para se atingir as metas, utilizando-se da definição da taxa básica de juros, principalmente.

Nesse sentido, a utilização dos comunicados foi importante para representar a significativa relação entre a inflação e a taxa SELIC definida, bem como confirmar a consistência do BCB em realizar as ações em linha com o que havia sido comentado na reunião. O comunicado do COPOM mostra-se bastante eficiente em informar o futuro da política monetária do Banco Central. Além disso, mostramos que o conteúdo informativo da redação dos comunicados é substancial e transparente, e que os mercados, através das expectativas dos relatórios Focus, acreditam nas palavras divulgadas e ancoram suas expectativas inflacionárias.

A hipótese de que as expectativas do mercado e da inflação reagem aos componentes das informações divulgadas pelo BCB através comunicados do COPOM não pode ser rejeitada. No entanto, dada à importância do assunto, torna-se necessário futuros estudos quanto à reação do mercado aos componentes das comunicações do Copom, pois nem todas as questões são consideradas neste estudo e merecem ser analisadas mais detalhadamente. E a interpretação de documentos escritos é subjetiva, apesar de todos esforços, e esse problema nunca será totalmente cancelado. A solução sugerida por Rosa e Verga (2007) sobre como transformar expressões verbais em uma variável ordinal de outra forma seria a de incluir softwares que analisassem a frequência relativa de palavras e expressões nos comunicados do Banco Central, apesar de acreditarem que os resultados sejam semelhantes, devido à clareza que observaram no Banco Central Europeu.

Foi possível verificar a relação entre os comunicados do Copom e a inflação divulgada, apesar desta conexão ter ocorrido de forma não trivial, já que houve momentos em que os juros estavam nos patamares mínimos históricos do Brasil e mesmo assim a inflação continuou abaixo da meta estabelecida pelo CMN. O baixo crescimento econômico e riscos visualizados pelo comitê em seus comunicados podem ser variáveis que influenciaram um IPCA tímido no período após a queda ocorrida. Os juros vieram de seu máximo para o mínimo, e lá se mantiveram durante a série observada. A inflação saiu de patamares bem elevados e fora das bandas de tolerância para níveis mais comportados e dentro das metas, níveis esse que permitiram ao BCB desenvolver uma política monetária flexível, trazendo os juros básicos para números inéditos no país.

A conexão entre a inflação e a taxa SELIC é um importante fenômeno para o desenvolvimento econômico e para a avaliação das perspectivas de mercado. Como posto na literatura, o mercado analisa essas variáveis para tomar suas decisões. A transparência dos comunicados, bem como a indicação da política monetária e da expectativa inflacionária são essenciais para as tomadas de decisão por parte dos agentes econômicos (cf. CABRAL & GUIMARÃES, 2015). Cada vez mais, as decisões econômicas observam as análises e definições do BCB sobre sua política monetária.

Por fim, neste trabalho, descobrimos que os comunicados afetam de fato as expectativas do mercado, mas será que o conteúdo informativo dos textos é

inteiramente incorporado às expectativas de inflação do mercado? Os agentes econômicos vêm aprendendo a interpretar as declarações do BCB, e eles reagem a uma mudança das sinalizações dos juros, sendo a comunicação fator decisivo para influenciar decisões econômicas. No entanto, uma comunicação ideal é um conceito relativo, dependendo de interpretações qualitativas, como as que foram feitas por nós ao classificarmos as palavras do Copom. Na série observada, foi verificado uma elevação no nível de qualidade dos comunicados. Inicialmente eram curtos e simples, e passaram a trazer mais informações relevantes e serem mais transparentes sobre o que o BCB enxergava como cenário econômico básico. A evolução da comunicação do Copom precisa ser constante, para que o mercado e a economia se beneficiem deste novo rumo tomado pela política monetária.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARESTIS, P.; PAULA, L. F.; FERRARI-FILHO, F. A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. **Economia e Sociedade**, v. 18, n. 1, p. 1-30, 8 jan. 2016.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Comunicados do Copom**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/comunicadoscopom>. Acesso em 16 out. 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Expectativas de mercado. Relatório Focus**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/relatoriofocus>. Acesso em 25 out. 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Política Monetária**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao>. Acesso em 16 out. 2019.

BLINDER, A. et al. Central Bank Communication and Monetary Policy: a Survey of Theory and Evidence. **National Bureau of Economic Research**, Cambridge, n. 13932, p.01-74, abr. 2008. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w13932>. Acesso em: 20 set. 2019.

BRASIL. **Lei n. 4.595**, de 31 de dezembro de 1964, dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4595.htm. Acesso em 11 set. 2019.

CABRAL, Rodolfo; GUIMARÃES, Bernardo. O Comunicado do Banco Central. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, v. 69, n. 3, p. 287-301, set. 2015. ISSN 1806-9134. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/article/view/29341>. Acesso em: 08 out. 2019.

CHAGUE, F. et al. Central Bank communication affects the term-structure of interest rates. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, v. 69, n. 2, p.147-162, abr./jun. 2015. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-71402015000200147. Acesso em: 30 set. 2019.

CORAZZA, G. O Banco Central do Brasil: evolução histórica e institucional. *Perspectiva Econômica*, v. 2, n. 1, p. 1–23, jan/jun. 2006. Disponível em: http://revistas.unisinos.br/index.php/perspectiva_economica/article/view/4372. Acesso em 2 out. 2019.

COSTA FILHO, Adonias Evaristo; ROCHA, Fabiana. Comunicação e política monetária no Brasil. *Revista Brasileira de Economia.*, Rio de Janeiro , v. 63, n. 4, p. 405-422, Dec. 2009 .

COSTA FILHO, Adonias Evaristo; ROCHA, Fabiana. Como o mercado de juros futuros reage à comunicação do Banco Central?. *Economia Aplicada*, Ribeirão Preto , v. 14, n. 3, p. 265-292, Sept. 2010 .

FIGO, Anderson. Banco Central está “dovish” e o Fed, “hawkish”. O que isso significa?. *Infomoney*, ago. 2019. Disponível em:<https://www.infomoney.com.br/mercados/banco-central-esta-dovish-e-o-fed-hawkish-o-que-isso-significa/>. Acesso em: 20 set. de 2019.

FRAGA NETO, Arminio. Dez Anos de Metas para a Inflação. Dez Anos de Metas para a Inflação No Brasil, 1999-2009. **Banco Central do Brasil**, Brasília, 2011. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/>. Acesso em 19 de out. 2019.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). **Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA**. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo.html?=&t=o-que-e>. Acesso em: 11 set. 2019.

JANOT, M; MOTA, D. O Impacto da Comunicação do Banco Central do Brasil sobre o Mercado Financeiro. **Trabalhos para Discussão, Banco Central do Brasil**. Brasília, nº 265, p. 1-33. jan. 2012.

MANKIWI, N. G. The inexorable and mysterious tradeoff between inflation and unemployment. **The Economic Journal**, v. 111, n. 471, p. 45–61, maio. 2001.

Disponível em:

https://www.jstor.org/stable/2667829?seq=1#page_scan_tab_contents. Acesso em 10 de set. 2019.

MATOS, P. R. F.; ANDRADE NETO, J. Analisando as decisões do COPOM. **Brazilian Business Review**, v. 12, n. 6, p. 26-48, dez. 2015.

MENDONÇA, H. F. de; INHUEDES, A. Transparência do banco central: uma análise para o caso brasileiro. **Revista de Economia Política**. São Paulo , v. 30, n. 1, p. 159-177, mar. 2010.

RECEITA FEDERA. **Taxa de Juros SELIC**. Disponível em: <http://receita.economia.gov.br/orientacao/tributaria/pagamentos-e-parcelamentos/taxa-de-juros-selic>. Acesso em out. 2019.

RIGOLON, F. J. Z. Independência do Banco Central: Teoria e Aplicações para o Brasil. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 28, n. 2, p. 399–432, ago. 1998. Disponível em: <http://ppe.ipea.gov.br/index.php/pppe/article/view/711>. Acesso em 2 out. 2019.

RODRIGUES, T. **Descumprimento das metas, expectativas inflacionárias e taxa de juros: o caso brasileiro.** Dissertação (Mestrado em Economia de Empresas) - FGV - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 38f., 2009.

ROSA, C.; VERGA, G. "On the consistency and effectiveness of central bank communication: Evidence from the ECB," **European Journal of Political Economy**, Elsevier, vol. 23(1), pages 146-175, mar. 2007. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0176268006001066>. Acesso em 5 ago. 2019.

SILVA, F. J. F. da. **Expectativas de inflação sob o regime de metas no Brasil.** Dissertação (Mestrado em Economia de Empresas) - FGV - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 76f., 2006.