

Observatório de Bancos Centrais

Boletim do Copom

05/2025

Boletim de análise da Ata do Comitê de Política Monetária (Copom)



Onde está disponível este boletim?

O boletim está disponível no website <www.observatoriobc.com>

Equipe Editorial

Faculdade de Ciências Econômicas (FCE)
Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ)

Coordenadores

Profa. Juliane Furno
Prof. Rodrigo Siqueira Rodriguez

Autores (Graduação)

Emanuele Cristina Lima Ribeiro
Gabriel Rodrigues de Castro e Souza
Gabrielle Maio
Gustavo Sousa Nascimento
Jesiel Lucas Correia da Silva
João Pedro da Silva
Luísa da Rocha Canazarro
Luiz Gustavo Santiago de Carvalho
Nicolas Gonçalves Martins
Olímpio Ferreira Barbosa Júnior



Sumário

1. Introdução.....	4
2. Decisões do Copom	5
3. Análise dos Indicadores Econômicos	8
3.1 Inflação (IPCA).....	8
3.2 Atividade Econômica (PIB).....	10
4. Cenário Externo.....	13
5. Análise de Cenários e Riscos.....	15
6. Avaliação crítica.....	23
Referências bibliográficas.....	24



1. Introdução

O Comitê de Política Monetária (COPOM) é um órgão do Banco Central do Brasil, formado pelo seu Presidente e diretores. Esse comitê realiza reuniões para organizar e embasar sua decisão da melhor maneira possível, nessas reuniões os membros do Copom assistem a apresentações técnicas do corpo funcional do BC, que tratam da evolução e perspectivas das economias brasileira e mundial, das condições de liquidez e do comportamento dos mercados. Assim, o Comitê utiliza um amplo conjunto de informações para embasar sua decisão. Depois, a reunião é reservada para a discussão da decisão entre os membros. A decisão é tomada com base na avaliação do cenário macroeconômico e os principais riscos associados. Todos os membros do Copom presentes na reunião votam e seus votos são divulgados. As decisões do Copom são tomadas visando com que a inflação medida pelo IPCA situe-se em linha com a meta definida pelo CMN, a cada 45 dias o Copom define um valor para a Taxa Selic, essa decisão é divulgada no mesmo dia da decisão, as Atas das reuniões do Copom são publicadas no prazo de até quatro dias úteis após a data da realização das reuniões. Após as decisões tomadas na reunião, como a definição da Taxa Selic, o BC atua para manter a taxa de juros próxima ao valor definido na reunião.

Para que a política monetária atinja seus objetivos de maneira eficiente, o Banco Central precisa se comunicar de forma clara e transparente. Além do comunicado e da ata da reunião, o Banco Central publica, a cada trimestre, o Relatório de Inflação, que analisa a evolução recente e as perspectivas da economia, com ênfase nas perspectivas para a inflação. Com o objetivo de tornar as decisões do Copom ainda mais evidentes e analisar criticamente cada direcionamento da Política Monetária brasileira, o Observatório de Bancos Centrais organiza este Boletim Informativo de Ata das reuniões do Copom destacando os principais tópicos debatidos.



2. Decisões do Copom

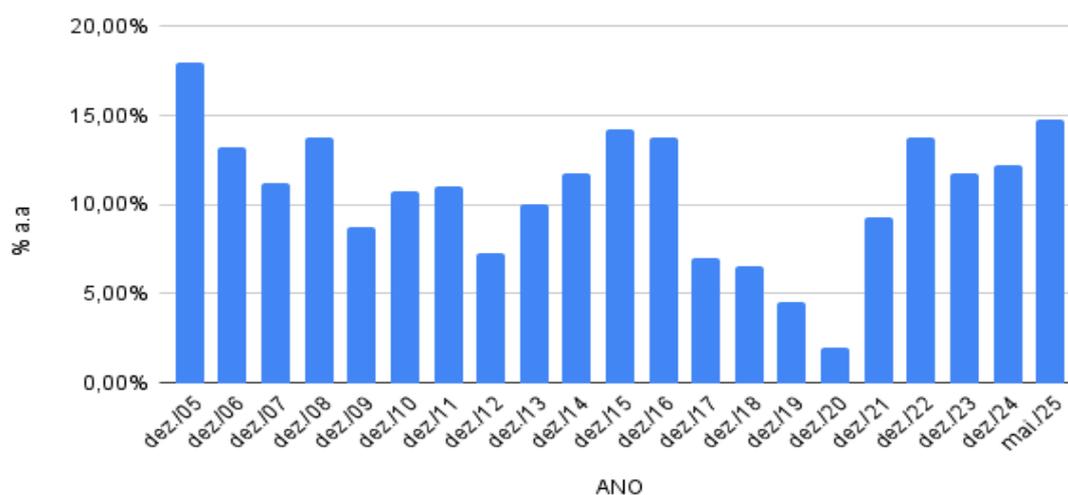
Luiz Gustavo de Carvalho, Jesiel Lucas da Silva e Emanuele Ribeiro

Em busca de garantir a estabilidade do nível de preços e o cumprimento da meta de inflação, a taxa Selic sofre ajuste mediante as condições macroeconômicas.

Após o resultado da última reunião do Comitê de Política Monetária (COPOM), a taxa Selic teve um aumento de 0,5 p.p, passando para o patamar nominal de 14,75. Para as próximas reuniões, o comitê se comprometeu em manter-se vigilante e flexível para as próximas decisões.

Gráfico 1: Série histórica da taxa básica de juros entre 2005 e 2025

TAXA BÁSICA DE JUROS 2005 - 2025



Fonte: Elaboração Banco Central do Brasil

O maior pico nominal da taxa Selic ocorreu em 2005 quando ela alcançou a taxa de 19,75% ao ano. A decisão foi motivada pelo crescimento da demanda interna, impulsionada pela expansão do crédito e da renda, além de riscos externos, como a alta do petróleo e incertezas quanto à política monetária nos Estados Unidos.

Em comparação com o patamar elevado de 19,75% em 2005, em setembro de 2008, banco central decide elevar a taxa selic para 13,75% ao ano, marcando o quarto aumento consecutivo naquele ano. Essa decisão foi motivada por preocupações com a inflação, que permanecia acima do



centro da meta estabelecida, impulsionada pelo forte crescimento da demanda interna e por pressões nos preços das commodities.

No período 2009 - 2013 o Brasil enfrentou os efeitos da crise financeira global iniciada em 2008, o que levou o Banco Central a adotar uma política monetária expansionista para estimular a economia. Em julho de 2009, a taxa Selic foi reduzida para 8,75% ao ano, o menor patamar até então. Nos anos seguintes, diante de um cenário de crescimento econômico moderado e inflação dentro da meta, o Banco Central continuou a reduzir a Selic, que atingiu 7,25% ao ano em novembro de 2012, o menor nível da história até aquele momento.

Entre 2014 e 2016, o Brasil enfrentou uma grave crise econômica caracterizada por recessão, inflação elevada e instabilidade fiscal. Nesse contexto o Banco Central iniciou um ciclo de aperto monetário em outubro de 2014, elevando a taxa selic de 11,00% para 14,25% em julho de 2015, patamar que foi mantido até o final de 2016. Essa decisão visava conter a inflação, que ultrapassou 10% em 2015, impulsionada por reajuste de preços administrados, como energia elétrica e combustíveis, e pela forte desvalorização cambial.

Entre 2017 e 2019 houve uma redução da taxa Selic. Em março de 2018, o Banco Central reduziu a Selic para 6,5% ao ano, o menor nível desde o início da série histórica em 1986. Essa decisão foi motivada por uma inflação controlada e abaixo da meta, além de uma recuperação econômica gradual. A taxa permaneceu nesse patamar até julho de 2019, quando o Copom iniciou um novo ciclo de cortes, reduzindo a Selic para 6,00% ao ano em julho e posteriormente para 5,00% ao ano em outubro de 2019, estabelecendo um novo recorde de baixa. Essas medidas visavam estimular a atividade econômica, tornando o crédito mais acessível e incentivando o consumo e os investimentos. Com a Pandemia da COVID-19, 2019 teve a menor taxa nominal da história, 2,00% ao ano. Em resposta à crise, o Banco Central adotou uma política monetária expansionista, reduzindo a taxa Selic para estimular a economia.

Em agosto de 2020, a Selic atingiu 2,00% ao ano, após nove cortes consecutivos. Essa medida visava conter os efeitos econômicos da pandemia, incentivando o consumo e os investimentos. No entanto, a



manutenção de juros baixos por um período prolongado contribuiu para o aumento da inflação, que ultrapassou o teto da meta estabelecida. Diante desse cenário, o Banco Central iniciou um ciclo de aperto monetário em 2021. Entre 2023 e 2025, devido às pressões inflacionárias persistentes, instabilidade cambial e a retomada da atividade econômica, o Banco Central iniciou um ciclo de aperto monetário, elevando gradualmente a taxa Selic de 10,5% em setembro de 2024 para 14,75% em maio de 2025, o maior patamar desde 2006. Essa política visa conter a inflação e ancorar as expectativas do mercado, embora tenha um impacto negativo no consumo e nos investimentos.

- Taxa Selic Definida: 14,75%

Direcionamento da Política Monetária: Aumento de 0,5 pontos percentuais para garantir a convergência da inflação à meta, seguindo um viés contracionista.

Comunicado Oficial: “A conjuntura externa, em particular os desenvolvimentos da política comercial norte-americana, e a conjuntura doméstica, em particular a política fiscal, têm impactado os preços de ativos e as expectativas dos agentes. Tal cenário prescreve uma política monetária em patamar significativamente contracionista por período prolongado para assegurar a convergência da inflação à meta. O Copom decidiu elevar em 0,5 ponto percentual, para 14,75% a.a, e entende que essa decisão é compatível com a estratégia de convergência da inflação para o redor da meta ao longo do horizonte relevante. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços, essa decisão também implica suavização das flutuações do nível de atividade econômica e fomento do pleno emprego.”



3. Análise dos Indicadores Econômicos

3.1 Inflação (IPCA)

Nicolas Martins

Como foi relatado anteriormente no último boletim, a medição oficial da inflação, no Brasil, é feita através do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), apurado todos os meses pelo IBGE. A reunião mais recente do Copom estabeleceu novos conjuntos de dados em relação ao acumulado da inflação deste ano e a previsão de 2026. Nesse sentido, podemos observar que houve uma forte retração na expectativa inflacionária deste ano e do próximo. Está cada vez mais claro o comprometimento e o empenho que o BACEN está dando em relação ao controle da inflação. Galipolo e toda sua nova equipe estão irredutíveis em demonstrar o comprometimento da atual gestão na política monetária do país.

Tabela 1: Projeções de inflação no cenário de referência – Variações do IPCA acumulado em quatro trimestres (%)

Índice de preços	2025	3º trimestre 2026
IPCA	5,1	3,9
IPCA livres	5,4	3,8
IPCA administrados	4,3	4,2

Fonte: Ata da Reunião do Comitê de Política Monetária 18-19 março, 2025. Elaboração própria

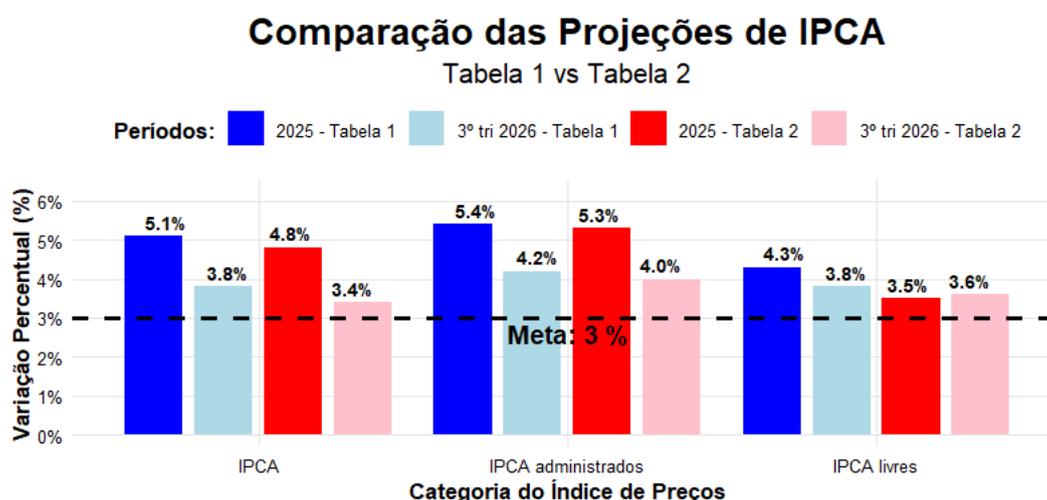


Tabela 2: Projeções de inflação no cenário de referência - Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres (%)

Índice de preços	2025	3º trimestre 2026
IPCA	4,8	3,6
IPCA livres	5,3	3,4
IPCA administrados	3,5	4,0

Fonte: Ata da Reunião do Comitê de Política Monetária 6-7 maio, 2025. Elaboração própria

Gráfico 1: Comparação dos dois cenários das previsões do IPCA feitos pelo Banco Central



Fonte: Ata da Reunião do Copom. Elaboração própria

Quando comparamos os dados relativos às duas tabelas das atas do copom, observamos que cada vez mais o bacen mostra sua dedicação no combate à inflação. A atual gestão está tomando decisões drásticas, com o intuito de segurar a proliferação da inflação, almejando, de qualquer maneira, ancorar novamente as expectativas. Tendo isso em mente, é notória a divulgação dos dados mais recentes e seu claro direcionamento na busca de conter os impactos inflacionários na economia.

Contudo, vale ressaltar que, apesar da política monetária contracionista buscar minimizar, mesmo que por vias agressivas, a



inflação, por outro lado, os juros mais altos acabam dificultando o crescimento econômico do país, além de fomentar investimentos em setores financeiros não produtivos, elevando o caso do risco Brasil. O remédio amargo que os direcionamentos do bacen vem aplicando, tem impacto macroeconômico, retraindo qualquer tipo de investimento que gere empregos no país. Por sua vez, esse tipo de direcionamento ortodoxo da política monetária poderá, futuramente, ameaçar a dinâmica econômica interna, com impactos na contração do PIB.

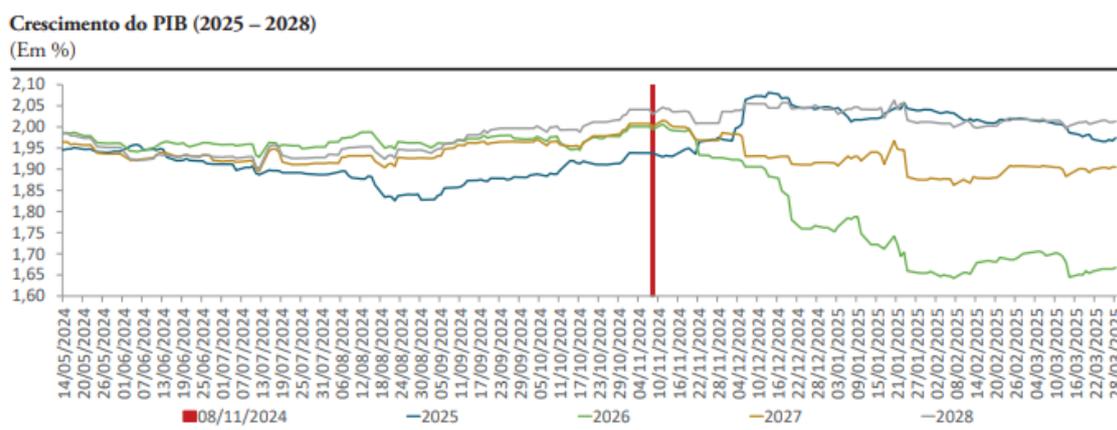
3.2 Atividade Econômica (PIB)

Olímpio Ferreira e João Pedro da Silva

Expectativa do Copom: Crescimento de 2% para 2025.

Na ata 270° do Copom consta que a perspectiva de crescimento do PIB se mantém por volta de 2%, apesar disso houve outro aumento na taxa Selic, que vai ficar em seu maior patamar nominal em quase 20 anos. Segundo o colegiado, por mais que o conjunto dos indicadores de atividade econômica tenham apresentado bons sinais, se entende que tenha que haver uma moderação no crescimento.

Gráfico 1: Crescimento do PIB mensal



Com essa decisão, é perpetuado o padrão já esperado da Copom, que é dar prioridade para o setor financeiro em detrimento de todos os outros, pois essas medidas deixam o custo do crédito mais caro, desincentivando o investimento em outras áreas da economia. A consequência dessa política é a desindustrialização, ou seja, a atividade



econômica no Brasil vai no caminho contrário dos países desenvolvidos. Ao invés de investir em sua indústria para estar menos à mercê da maior volatilidade do mercado de *commodities*, prefere se manter dependente da venda de produtos primários.

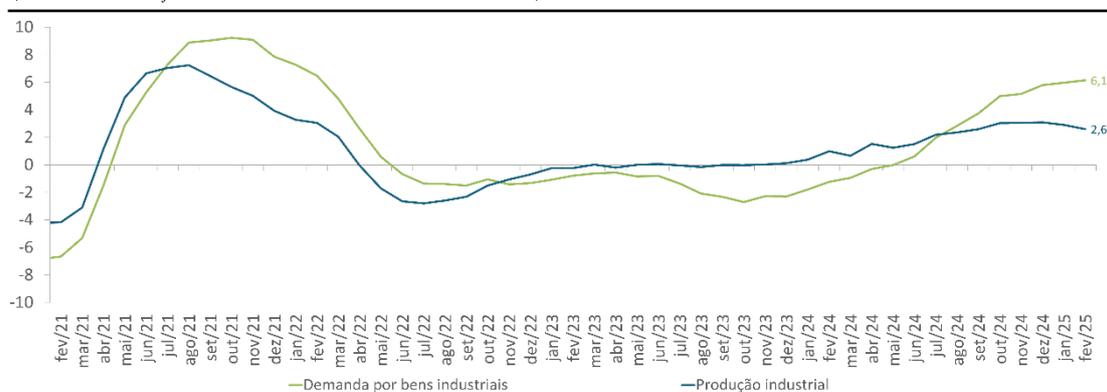
Com a elevação da taxa básica de juros em 0,5% e as tarifas implementadas pelos Estados Unidos, os setores produtivos nacionais encontram-se em um cenário adverso, marcado por incertezas internas e externas. No âmbito doméstico, a partir de uma política monetária contracionista a fim de desacelerar a pressão inflacionária, acaba-se por causar um atenuante: a restrição ao crédito e a desaceleração econômica nos próximos meses.

No primeiro trimestre de 2025, a indústria geral registrou crescimento de 1,5% em comparação com o mesmo período do ano anterior. No entanto, a indústria de transformação apresentou retração de 0,5% na margem, apesar de acumular alta de 2,7% em relação ao primeiro trimestre de 2024. Paralelamente, a formação bruta de capital fixo (FBKF) avançou 13% entre janeiro e fevereiro, sinalizando um aumento nos investimentos produtivos. Por outro lado, a demanda por bens industriais cresceu 6,1% em fevereiro, superando em 3,5 pontos percentuais o desempenho da produção industrial no acumulado de doze meses.

Gráfico 2: Variação da demanda por Bens Industriais versus produção industrial

Demanda por bens industriais versus produção industrial

(Taxas de variação acumuladas em doze meses, em %)



Fonte: Ipea e IBGE.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.



Em relação às expectativas futuras, os setores da indústria de transformação mais sensíveis ao ciclo econômico e à demanda interna, ainda demonstram certo dinamismo, conforme era esperado para o primeiro semestre. No entanto, com o constante crescimento da taxa de juros, cria-se um cenário de menor aptidão pelo risco e conseqüentemente uma possível diminuição nas concessões de crédito. Dessa forma, esses segmentos já começam a apresentar sinais de moderação, indicando uma possível desaceleração do setor nos próximos períodos.

Com a falta de investimento, a tendência é a retração na geração de empregos, encarecimento do crédito para a população, gerando maior endividamento e acentuando a desigualdade social. Sendo assim, com essa política monetária contracionista, não é surpresa que haja moderação no crescimento, e com mais um aumento na taxa Selic, é apenas o esperado que se mantenha esse padrão.

Diante desse cenário, a política monetária adotada prioriza o controle inflacionário em detrimento do fortalecimento da atividade produtiva nacional. Ao persistir no ciclo de elevação da taxa Selic, o país se distancia cada vez mais de um modelo de desenvolvimento sustentável e inclusivo, aprofundando a desindustrialização e acentuando desigualdades estruturais. A ausência de uma estratégia que combine estabilidade monetária com estímulo à produção e ao emprego compromete não apenas o crescimento no curto prazo, mas também as aspirações ao desenvolvimento do Brasil.



4. Cenário Externo

Gustavo Nascimento e Gabriel Rodrigues

A ata da última reunião do COPOM enfatiza que as expectativas inflacionárias continuam acima da meta e que a desancoragem das expectativas inflacionárias é o principal alvo da política monetária, pois, caso contrário, seria necessário aumentar os juros ainda mais e por mais tempo. Por essa razão, além das expectativas, a descrença na queda da inflação também é uma variável-chave na condução da política monetária.

No caso da inflação de serviços e alimentos, a inflação de curto prazo continua alta. Além disso, devido à alta do dólar, os produtos industrializados tornaram-se mais caros também. Como os núcleos de inflação (medidas que descontam os preços com grande variação, como alimentos e energia) continuam elevados, isso indica que a pressão inflacionária vem, em grande parte, pela demanda.

O comitê aponta como risco para o cenário inflacionário a conjuntura econômica externa, que pode ter um impacto inflacionário maior do que o esperado. Na ata, é citada a política comercial americana como um dos principais impactos nos preços de ativos e expectativa dos agentes. Isso indica que o Copom, assim como o Federal Reserve (FED) e Banco Central Europeu (BCE) estão levando em conta os efeitos incertos das decisões do atual governo americano com relação as tarifas, pois não sabem com certeza quais serão os efeitos das tarifas e se irão continuar sendo uma realidade.

A reunião do comitê igualmente ressalta a incerteza da magnitude do efeito que a nova política comercial estadunidense gerará no contexto inflacionário dos países, devido a inflação entre os países estar demasiadamente heterogêneo, comprometendo o poder de previsão do comitê.

Em relação aos mercados de capitais, o comitê também afirma uma tendência do aumento da volatilidade de diversas classes distintas de ativos financeiros, gerando fortes efeitos nas condições dos mercados financeiros globais, alterando a estrutura dos ativos afim de incorporar



prêmios de risco maiores relacionados a instabilidade geopolítica internacional, pressionando, dessa forma, o Banco Central a manter a taxa de juros em patamares mais elevados a fim de reduzir o prêmio de risco.

O Comitê também reforça que o Governo Federal demonstra sinais de desânimo em relação a uma política fiscal disciplinada e focada em reformas estruturais que busquem atuar de forma anticíclica a reduzir o prêmio de risco, facilitando o trabalho do Banco Central para convergir a inflação à meta. A percepção dos agentes econômicos sobre a sustentabilidade da dívida piorou, e as expectativas futuras se tornaram ainda mais voláteis, podendo elevar a taxa de juros neutra da economia e impedir futuras quedas na SELIC.

- Análise crítica:

O argumento apresentado pelo Copom com relação a pressão inflacionária causada pela incerteza com relação a política comercial americana está de acordo com o que está sendo realizado pela maior parte principais bancos centrais do mundo. Isso justifica-se pela incerteza trazida pelo atual governo estadunidense, apesar de haver, atualmente, um acordo firmado entre Estados Unidos e China, persiste o peso da imprevisibilidade de Donald Trump. Além de que, o cenário externo gera desconfiança e aumento do prêmio de risco, forçando um reajuste fiscal ou monetário que busque reduzir o spread de risco, mas conseqüentemente elevando o custo da desinflação em termos de desaceleração da atividade econômica. Enquanto isso, grande parte das economias periféricas, devido à instabilidade global, sofrem com a redução de exportações e tornam-se mais dependentes de empréstimos externos. Além disso, não possuem tantas ferramentas de política monetária para atenuar a situação.



5. Análise de Cenários e Riscos

Gabrielle Maio, Luísa Canazarro e Leonardo Sodré Corrêa

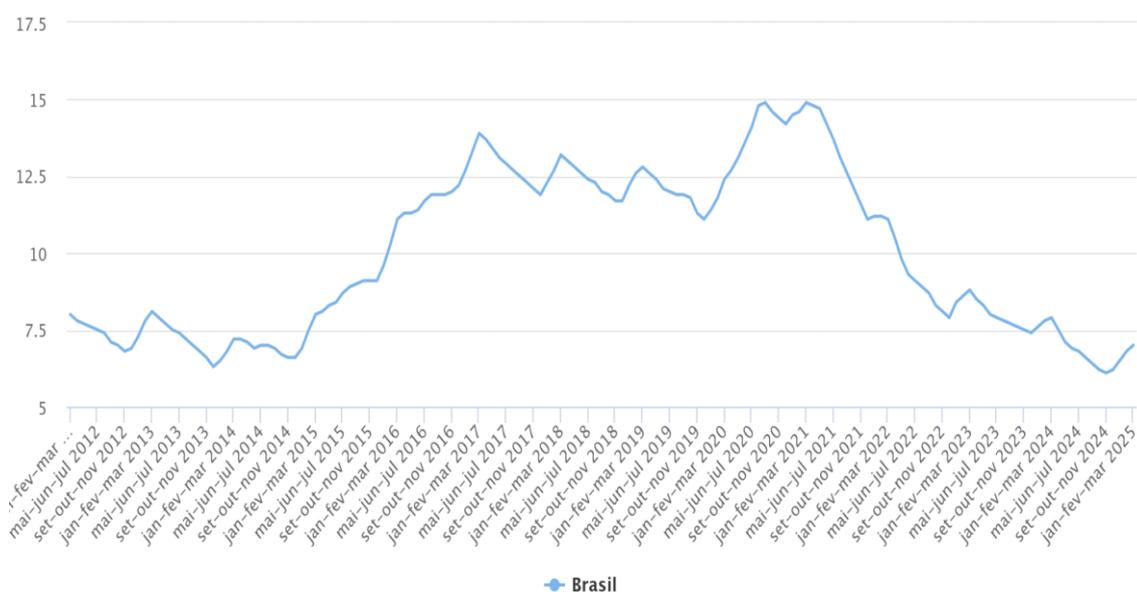
O cenário doméstico da economia brasileira no ano de 2025, de acordo com o Relatório de Política Monetária do Banco Central, evidencia contradições e problemas estruturais que precisam de uma análise crítica.

- Mercado de trabalho

Segundo a análise apresentada na ata do COPOM referente à última reunião (6 e 7 de maio), o cenário doméstico brasileiro apresenta crescimento moderado, embora com indicadores de atividade econômica dinâmicos. Esse desempenho tem sido impulsionado principalmente pelo mercado de trabalho, devido ao aumento do nível de emprego e ocupação, além da redução da taxa de desemprego para patamares inferiores aos da série histórica iniciada em 2012. O COPOM avalia que o mercado de trabalho tem sustentado o consumo e a renda no país. No entanto, diante da política monetária mais restritiva, espera-se uma inflexão nesse cenário.

De acordo com dados do Novo Caged, em março de 2025, o saldo de geração de empregos atingiu 71,5 mil vagas, enquanto no primeiro trimestre do mesmo ano o total foi de 654 mil postos. Com isso, o Brasil conta atualmente com 47,857 milhões de trabalhadores formalizados, e a taxa de desemprego de 7% é a mais baixa da série histórica, que teve início em 2012. Do total de trabalhadores formalizados, 71.576 correspondem a empregos com carteira assinada apenas em março de 2025, e o acumulado nos últimos 12 meses alcançou 1,6 milhão de vagas.



Gráfico 1: Série histórica da taxa de desocupação de 2012 a 2025

Fonte: PNAD contínua – IBGE. Elaboração própria.

No recorte de setores, o setor de serviços foi o que mais gerou empregos formais, com 362,8 mil e a indústria manteve um patamar moderado com 153,8 mil empregados. O setor de comércio foi o único que apresentou resultado negativo com -13,6 mil empregos. No mês de março, os quatro setores são representados na tabela a seguir:

Tabela 1: Geração de emprego por setores econômicos no mês de março de 2015

SETORES DA ECONOMIA	POSTOS FORMAIS GERADOS
SERVIÇOS	52,4 mil
CONSTRUÇÃO	21,9 mil
INDÚSTRIA	13,1 mil
COMÉRCIO	-13,6 mil (EMPREGOS)

Fonte: Novo Caged. Elaboração própria.

- Setor Industrial

A 270ª ATA do COPOM reconhece a desaceleração no crescimento da Indústria, uma vez que é um dos primeiros setores a sentir os efeitos da alta da taxa de juros. Uma das grandes razões é causada pela



elevação do custo do crédito, que faz com que menos capitais sejam investidos na compra de máquinas e equipamentos, impactando no investimento e na produção industrial. Além disso, a redução da confiança empresarial, mencionada na ata, tende a impactar negativamente os investimentos industriais. A alta de juros torna a produção mais cara, afetando diretamente o consumo e, conseqüentemente, desacelerando a atividade econômica.

A Confederação Nacional da Indústria (CNI) reforçou sua visão contra o aumento da taxa de juros e em uma nota afirmou: “Juros mais altos significam crédito mais caro para as empresas e os consumidores. No caso das empresas, inviabilizam investimentos e dificultam o acesso a recursos de capital de giro essenciais para as necessidades do dia a dia. Com isso, as empresas crescem menos e criam menos empregos, prejudicando a população. No caso dos consumidores, os juros altos encarecem o custo de aquisição de muitos bens, sobretudo os duráveis de maior valor, como automóveis e eletrodomésticos, por exemplo, que costumam depender de financiamento”¹.

Apesar das críticas, o COPOM aponta que essa desaceleração está prevista e que nos próximos trimestres manterá um ritmo mais fraco de aperto monetário. Na ATA foi deixado claro que reduzir a demanda agregada é intencional para que equilibrá-la com a produção, incentivando que a inflação atinja a meta e que os preços parem de subir rapidamente.

- Perspectivas domésticas quanto ao crédito e ao (eco) sistema financeiro nacional (SFN)

Tomando como base as análises anteriores, a visão compartilhada pelos presentes na reunião do Copom é a de considerável dinamismo nos principais indicadores, com ênfase para o mercado de trabalho, o que resulta no diagnóstico de “expectativas de inflação desancoradas e projeções de inflação elevadas”, motivando a alta de meio ponto percentual na Selic. Tal decisão leva a uma cadeia de impactos no

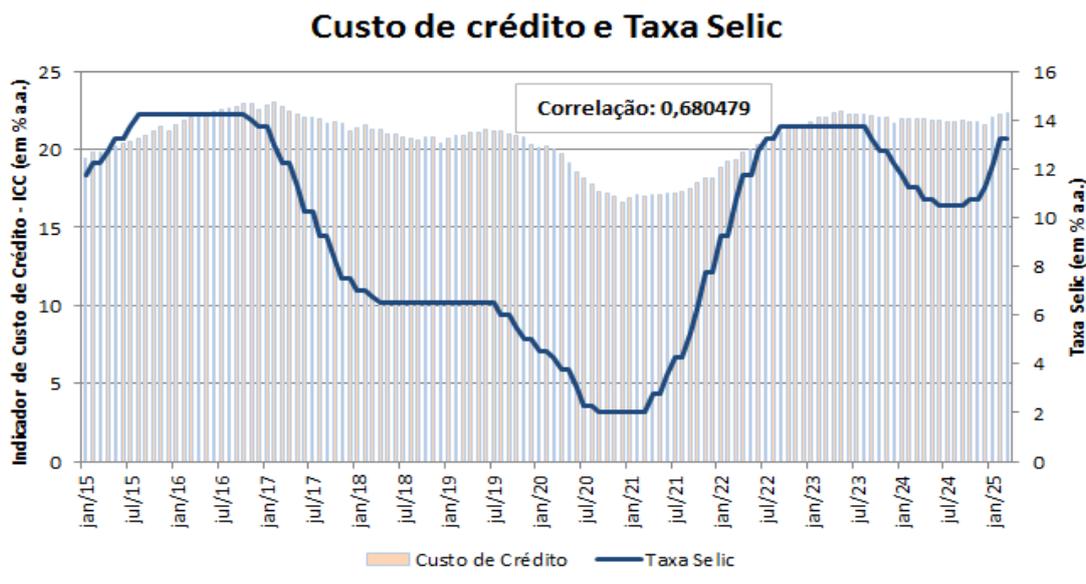
¹ <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/industria-comercio-e-construcao-criticam-altos-juros/>



ecossistema financeiro nacional, podendo ser abordadas em três macrocampos: crédito, dívida e câmbio.

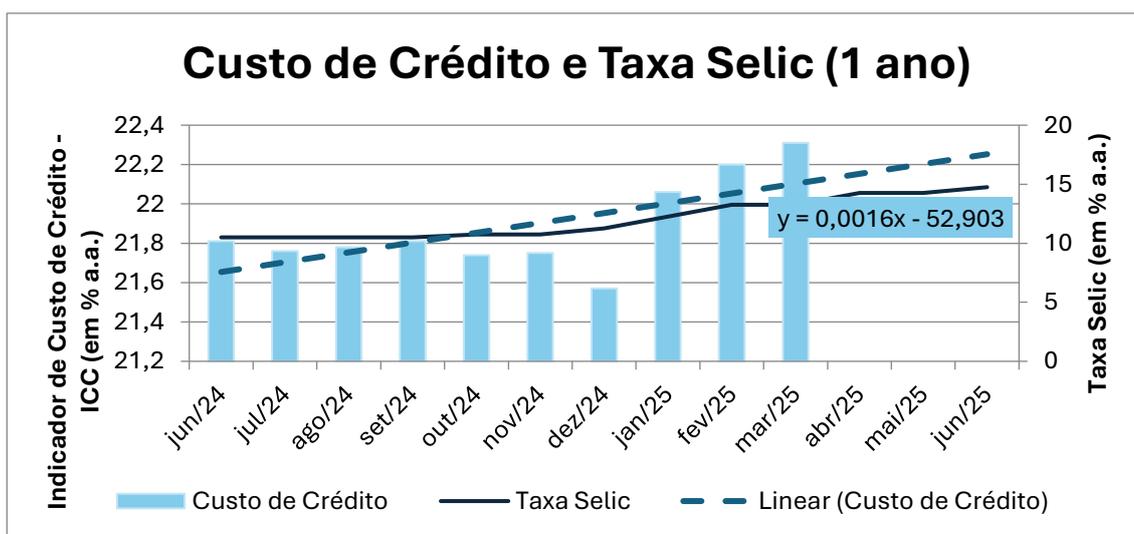
A análise da massa creditícia é fundamental para que se obtenha uma estimativa da ampliação ou redução do agregado de investimentos, variável essa com impacto direto no produto.

Gráfico 2: Correlação entre o Custo do Crédito e a Taxa Selic



Fonte: SGS-BCB. Elaboração Própria.

Gráfico 3: Relação entre o Custo de crédito e a Taxa Selic entre junho de 2024 e junho de 2025.



Fonte: SGS-BCB. Elaboração própria.



Com atenta análise, fica evidente a tendência crescente nos custos para os tomadores de crédito com base no aumento percentual da Selic, com potencial efeito deletério para os investimentos e, conseqüentemente, para a demanda agregada.

Por um lado, é um movimento condizente com a tentativa de controle inflacionário, um *trade-off* entre crescimento e inflação; entretanto, pode contribuir tanto para o maior endividamento familiar como até mesmo para inflação (mesmo que residual), tendo em vista a estrutura concentrada do SFN e o significativo poder de *mark-up* dos 5 maiores bancos privados² (Cavalcante, 2022, p. 118-120), de modo que tal aumento possa ser repassado, por exemplo, à agricultura, contribuindo para a já intensa inflação de alimentos. Na ata, os presentes na reunião manifestam a possibilidade de “alteração estrutural” no mercado de crédito com a manutenção da restrição monetária; com base no caráter oligopolístico do sistema bancário, retratado anteriormente, tal mudança mostra-se distante, seja pela demanda inelástica de crédito para consumo, seja pelos ganhos de escala e eficiência obtidos pela concentração econômica no setor³

Outra análise possível trata da elevação dos juros como vetor de redução da FBKF (Formação Bruta de Capital Fixo) por meio de um efeito *crowding out* entre investimento público e estoque da dívida mobiliária federal (DPMFi)⁴, devido a métricas de sustentabilidade da dívida pública atreladas a superávit primário ou crescimento suficiente do PIB para compensar o serviço de juros.⁵

Partindo para o campo da dívida, nota-se, na ata, uma preocupação com a elevação da taxa de juros neutra (de equilíbrio), oriunda do

² CAVALCANTE, Eric Jardim. Poder de mercado do sistema bancário e financeiro brasileiro: uma avaliação comparativa com a indústria brasileira por meio de estimativas de mark-up. **Financiar o futuro: o papel do BNDES**. Rio de Janeiro: Ipea, 2022

³ CAVALCANTE, Eric Jardim. Poder de mercado do sistema bancário e financeiro brasileiro: uma avaliação comparativa com a indústria brasileira por meio de estimativas de mark-up. **Financiar o futuro: o papel do BNDES**. Rio de Janeiro: Ipea, 2022.

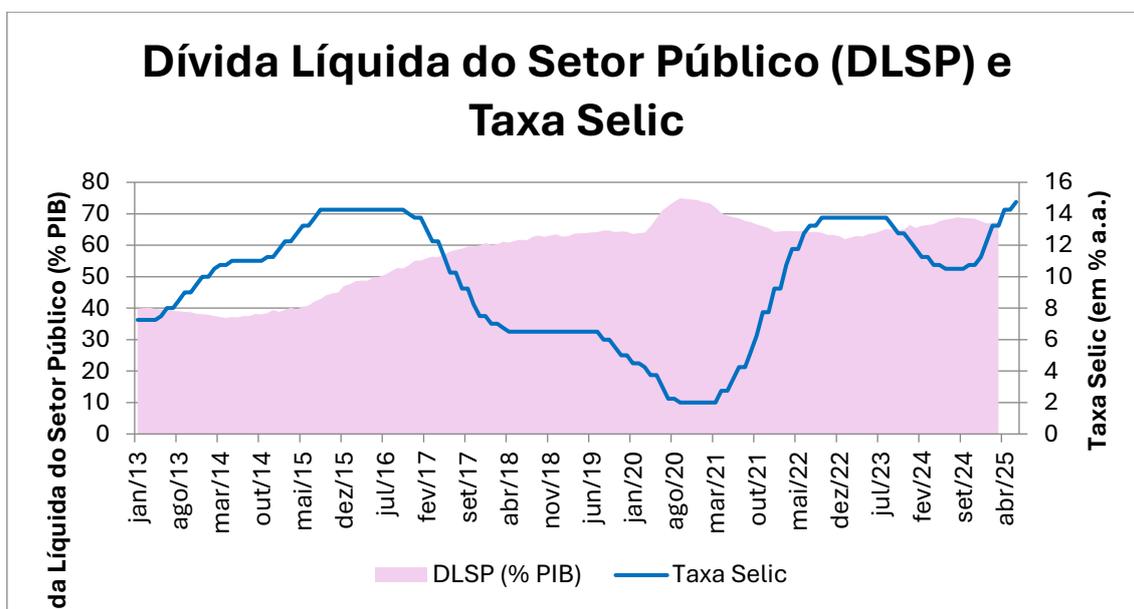
⁴ Dívida Pública Mobiliária Federal interna, principal emissão de títulos de dívida.

⁵ MAGALHÃES, Luís Carlos G. de; VIERA, Beatriz Estulano. **Taxa de juros, serviço da dívida e investimento público**: as relações entre a financeirização subordinada e o crescimento econômico no Brasil. Brasília, DF: Ipea, 2025.



incentivo ao crédito, da distensão na disciplina fiscal ou de incertezas quanto à sustentabilidade da dívida pública. Quanto ao primeiro motivo, fica evidente sua determinação de acordo com a Selic; já quanto aos motivos restantes, o principal condicionante para o crescimento da dívida bruta do governo geral (DBGG) entre 2011-19 foi, justamente, o elevado patamar de juros, contribuindo, em média, para um aumento de 6,1%⁶ do montante, assim como o custo fiscal bruto da dívida mobiliária no mesmo período foi superior à soma do custo oriundo da manutenção da liquidez e do patamar de câmbio (operações compromissadas) sendo um fator de fragilidade fiscal e consequente compressão dos investimentos⁶.

Gráfico 4: Relação entre a Dívida Líquida do Setor Público e a Taxa Selic entre janeiro de 2013 e abril de 2025.

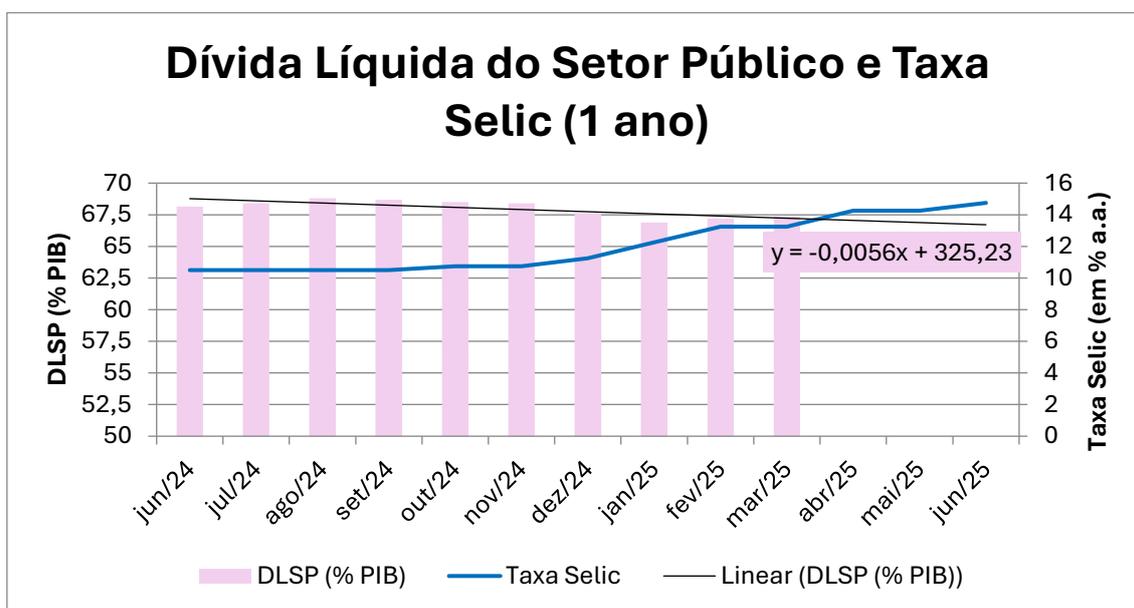


Fonte: SGS-BCB. Elaboração Própria.

⁶ MAGALHÃES, Luís Carlos G. de; VIERA, Beatriz Estulano. **Taxa de juros, serviço da dívida e investimento público**: as relações entre a financeirização subordinada e o crescimento econômico no Brasil. Brasília, DF: Ipea, 2025.



Gráfico 5: Relação entre a Dívida Líquida do Setor Público e a Taxa Selic entre junho de 2024 e junho de 2025.



Fonte: SGS-BCB. Elaboração Própria.

Os gráficos acima fazem uso da análise do percentual de endividamento interno em relação ao PIB para demonstrar o movimento crescente nesse indicador nos últimos 10 anos, muito embora o movimento recente seja de redução, em decorrência dos superávits primários⁷ obtidos nos períodos recentes e a prioridade no abatimento da dívida em detrimento do reinvestimento, como discorrido anteriormente. Com a nova alta da Selic, um movimento interessante para se prestar atenção seria o aumento do estoque da dívida pública, podendo criar, como proposto por Blanchard um *set* de condições para um real risco de *default* e depreciação, que paradoxalmente são razões para a elevação dos juros (sustentabilidade da dívida), caracterizando uma situação de “dominância fiscal”⁸.

Acerca dos impactos para o câmbio, a conjuntura externa instável contribui para aumento do risco avaliado em economias periféricas e emergentes, tornando propensa a saída de capitais e a consequente

⁷ Tomando-se o período dos últimos 6 meses, em três deles obteve-se resultado primário superavitário, com um líquido de R\$ 40,7 bilhões no setor público consolidado (BCB, Notas para a imprensa, nov/2024-abr/2025).

⁸ BLANCHARD, Olivier. **Fiscal Dominance and inflation targeting: Lessons from Brazil**. 2004. Disponível em: <https://www.nber.org/papers/w10389>



depreciação do câmbio. Isso fica evidente ao analisar que o Brasil teve a maior elevação no *credit default swap* (CDS) entre novembro de 2024 e fevereiro de 2025, com tendência ao contínuo crescimento⁹ de modo que o movimento de elevação dos juros pelo Bacen é condizente com o objetivo de estabilizar e reverter a depreciação do câmbio, por meio de elevação do prêmio de risco e criação de incentivos para a atração de capitais externos.

Essa ação é importante no sentido de evitar novas pressões inflacionárias, já que o objetivo primordial do Banco, como já foi constatado anteriormente, é a recondução das expectativas e projeções à meta. Entretanto, como exposto nesta seção, as atuais opções de política monetária carregam um custo intenso para diversas outras áreas, cujo dinamismo depende do crédito (encarecido) e de condições favoráveis à expansão, como, por exemplo, o setor industrial, que poderia tanto blindar parcialmente do vetor inflacionário via câmbio (substituição de importações) como servir de atração de divisas (via exportação), desde que houvesse os incentivos necessários.

⁹ AMITRANO, Cláudio; MORA, Mônica; HAMILTON, Cláudio. **Carta de Conjuntura**. Nº 66 – Nota de Conjuntura 23 – 1º Trimestre de 2025. Disponível em: <https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2025/03/>



6. Avaliação crítica

Juliane Furno

A análise da presente ata do COPOM revela uma tendência já outrora apregoada, a saber: O Banco Central do Brasil segue adotando uma política monetária contracionista em meio a maior dinamismo do mercado interno e de elevadas incertezas no mercado externo.

A ata e os comunicados na mídia proferido pelos dirigentes do Banco Central indicam que está em vista uma recalibragem da tendência anterior. Ou seja, as últimas reuniões do Copom vinham apresentando uma tendência mais altista de reajusta da taxa básica de juros, com reuniões que chegaram a elevar o patamar da taxa em 1 p.p. Em que pese os ajustes mais brandos, não ficou evidente se iniciaremos um ciclo de inflexão, com estabilidade ou mesmo queda da taxa Selic, ou se ainda teremos mais aumentos, ainda que menores. Certamente as incertezas corporificadas pela guerra comercial, coordenada desde os EUA, jogaram peso fundamental, ainda que a ata insista em apontar a dinâmica aquecida da economia nacional como um elemento de alerta.

O Brasil é um país subdesenvolvido e periférico, que ocupa um nível inferior no sistema internacional de hierarquia de moedas. Com isso, somos mais constrangidos que os países com moeda flexível a adotar maior cautela na política monetária, já que os efeitos da taxa básica de juros dos EUA e a dinâmica do fluxo internacional de capitais nos impactam de forma mais latente.

Em que pese isso, na nossa análise crítica, o atual patamar da taxa Selic está, demasiadamente, alto. Acreditamos haver espaço para uma taxa mais baixa, buscando não apenas atingir os objetivos da política de metas de inflação, senão que o outro objetivo deveras negligenciado do Banco Central, que é o de garantir o pleno emprego.

Notamos que está em curso um deslocamento da política central e da política monetária. As duas parecem estar agindo de forma oposta e mirando objetivos distintos: por um lado há uma política fiscal mais expansiva, com crescimento real das despesas público e, por outro, uma



política fiscal contracionista, que praticamente anula os efeitos positivos da primeira. É possível que esteja em curso uma desaceleração econômica, com menor crescimento do PIB, do consumo das famílias e da geração de emprego.

Referências bibliográficas

BCB – Ata da reunião do Comitê de Política Monetária (270ª reunião). 6 e 7 de maio de 2025. Disponível em:

<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom>

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Mercado – Focus*. Brasília: BCB. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>.

MATOS, Silvia; PINHEIRO, Armando Castelar. *Boletim macro FGV – abril de 2025*. Boletim Macro, n. 165, Instituto Brasileiro de Economia – FGV IBRE, Rio de Janeiro, abr. 2025. Disponível em: <https://ibre.fgv.br/blog-da-conjuntura-economica>.

CARVALHO, Leonardo Mello de. *Indicador Ipea mensal de FBCF – resultado de fevereiro de 2025*. Carta de Conjuntura, n. 67, nota de conjuntura 6, 2º trimestre de 2025. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – Ipea, Brasília, 30 abr. 2025.

AMITRANO, Claudio Roberto; ARAUJO, Mônica Mora y; SANTOS, Claudio Hamilton Matos dos. *Visão geral da conjuntura*. Carta de Conjuntura, n. 66, nota de conjuntura 23, 1º trimestre de 2025. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – Ipea, Brasília, 28 mar. 2025.

BCB – Sistema Gerenciador de Séries Temporais. Série 4524 – Dívida Líquida do Setor Público (% PIB) – Interna – Setor Público Consolidado. Acesso em 19/05/2025.

_____. Série 25351 – Indicador de Custo de Crédito – ICC – Total. Acesso em 19/05/2025.

_____. Série 432 – Taxa de Juros – Meta Selic definida pelo Copom. Acesso em 19/05/2025.

<https://www.gov.br/secom/pt-br/assuntos/noticias/2025/04/brasil-gera-654-mil-empregos-no-primeiro-trimestre-de-2025>

<https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/industria-comercio-e-construcao-criticam-alta-dos-juros/>

