



A reação ao Copom e os limites
do forward guidance

Junho, 2026

Paulo Coutinho

pcoutinho@marasset.com.br

Forward guidance e o paradoxo da discricionariedade

A primeira reunião do FOMC sob a presidência de Kevin Warsh marcou uma mudança importante na comunicação da política monetária americana. Mais do que a decisão sobre os juros, chamou atenção a redução do grau de forward guidance fornecido ao mercado. Em contraste com seus antecessores, Warsh enfatizou a incerteza inerente ao ambiente econômico e a necessidade de preservar espaço para o exercício de julgamento.

A mudança recolocou em evidência uma discussão antiga: qual é o equilíbrio adequado entre transparência e discricionariedade? Quanto mais explícito um banco central se torna sobre a forma como pretende reagir aos eventos futuros, maior a previsibilidade de suas decisões. Ao mesmo tempo, menor tende a ser sua flexibilidade para responder a circunstâncias não antecipadas.

Na prática, o forward guidance moderno é frequentemente implementado por meio de modelos e projeções. São eles que permitem aos bancos centrais comunicar sua visão sobre a economia, seus cenários para a inflação e, implicitamente, a forma como pretendem reagir aos diferentes choques. A questão central, portanto, não é se bancos centrais devem utilizar modelos e projeções. Modelos são instrumentos indispensáveis para organizar informações e produzir cenários consistentes. O problema surge quando projeções condicionais passam a desempenhar papel excessivamente central na comunicação e na condução da política monetária. Modelos podem organizar a incerteza, mas não eliminá-la.

Essa discussão é particularmente relevante para o Brasil. Ao longo dos últimos anos, o Banco Central desenvolveu um framework que atribui papel central às projeções de inflação e ao conceito de horizonte relevante. O episódio mais recente de política monetária, entretanto, expôs algumas das tensões inerentes a essa abordagem. Ao exercer discricionariedade, o Comitê desencadeou uma reação de mercado marcada por questionamentos sobre sua credibilidade, abertura das curvas de juros e dúvidas sobre seu compromisso com a meta de inflação. O argumento deste artigo é simples: o problema não foi a utilização de discricionariedade. O problema foi a construção de um framework tão rígido que o exercício legítimo de julgamento passou a ser interpretado como uma quebra de compromisso.

O modelo de pequeno porte como forma extrema de forward guidance

Ao longo dos últimos anos, o Banco Central do Brasil passou a atribuir papel cada vez mais central às projeções de inflação produzidas por seu modelo de pequeno porte e ao conceito de horizonte relevante para a política monetária. À primeira vista, trata-se apenas de uma ferramenta analítica utilizada para organizar a discussão do Comitê. Na prática, porém, suas implicações são mais amplas.

O Banco Central não se limita a divulgar projeções para a inflação. O próprio modelo utilizado para produzi-las é amplamente documentado e discutido em relatórios, notas técnicas e boxes metodológicos. O mercado tem acesso não apenas aos resultados das projeções, mas também à estrutura utilizada para produzi-las.

Essa transparência vai além da divulgação das equações. Diferentemente da maioria dos bancos centrais, o BCB publica estimativas para parâmetros fundamentais do modelo, como persistência inflacionária, repasse cambial, sensibilidade ao hiato do produto e mecanismos de transmissão da política monetária. Também divulga exercícios de simulação e funções impulso-resposta que permitem compreender como diferentes choques afetam a inflação ao longo do tempo.

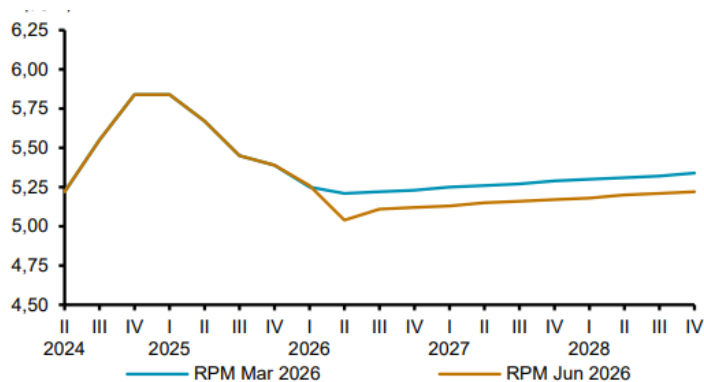
O mesmo ocorre com as hipóteses utilizadas para variáveis exógenas. As projeções são construídas a partir de convenções explícitas para a evolução de variáveis como taxa de câmbio, preços de commodities e juros internacionais. Além disso, o próprio conceito de horizonte relevante determina qual ponto da projeção deve servir de referência para a tomada de decisão.

O resultado é um arcabouço que vai além da forward guidance tradicional. O Banco Central não comunica apenas suas projeções. Comunica também os parâmetros utilizados para construí-las, as hipóteses que condicionam seus resultados e o horizonte a partir do qual elas serão avaliadas. É difícil imaginar uma forma mais abrangente de forward guidance.

Essa característica não constitui um problema em si. O ponto relevante é outro. Quanto mais central se torna a projeção produzida pelo modelo, mais importante passa a ser a forma como esse modelo descreve a economia. Em particular, tornam-se decisivas as hipóteses adotadas sobre a persistência inflacionária, a propagação dos choques e a velocidade de transmissão da política monetária. É justamente nesse ponto que a evolução recente dos modelos utilizados pelo Banco Central merece atenção mais cuidadosa.

Gráfico 1: Taxa de câmbio utilizada nas projeções (Extraída do Relatório de Política Monetária)

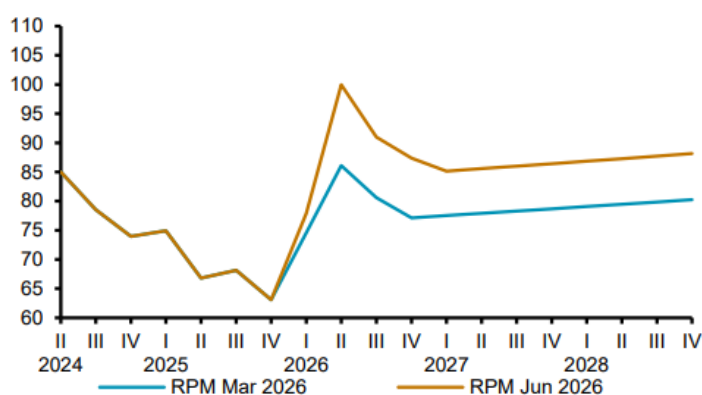
Médias trimestrais, R\$/US\$



Fonte: Banco Central do Brasil, Mar Asset Management

Gráfico 2: Preço do petróleo Brent (Extraída do Relatório de Política Monetária)

Médias trimestrais, R\$/US\$



Fonte: Banco Central do Brasil, Mar Asset Management

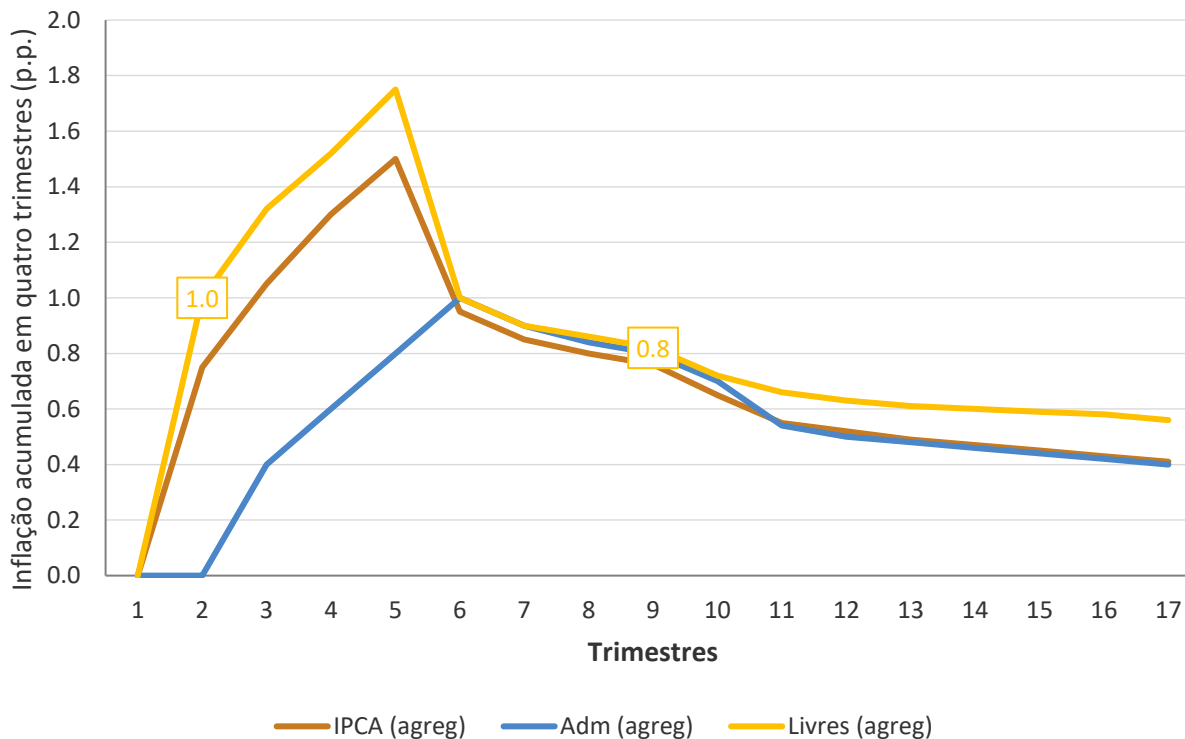
O que aconteceu com os modelos do Banco Central?

As diferentes versões dos modelos semiestruturais utilizados pelo Banco Central para projeção de inflação revelam uma mudança importante na forma como os choques são propagados ao longo do tempo. Em comparação com as especificações anteriores, os modelos mais recentes passaram a atribuir maior persistência aos choques inflacionários. Na especificação mais atual¹, um choque de 1% eleva a inflação ao final do ano seguinte em 0,8%. Ou seja, o efeito secundário após dois anos é quase do mesmo tamanho que o choque inicial.

¹ Boxe “Atualização do modelo para projeção de médio prazo dos preços administrados”, de junho de 2025 ([link](#)).

Gráfico 3: Resposta da inflação ao choque de 1% na inflação de preços livres – extraído do boxe do Relatório de Inflação de 2025

%, acumulada em 4 trimestres



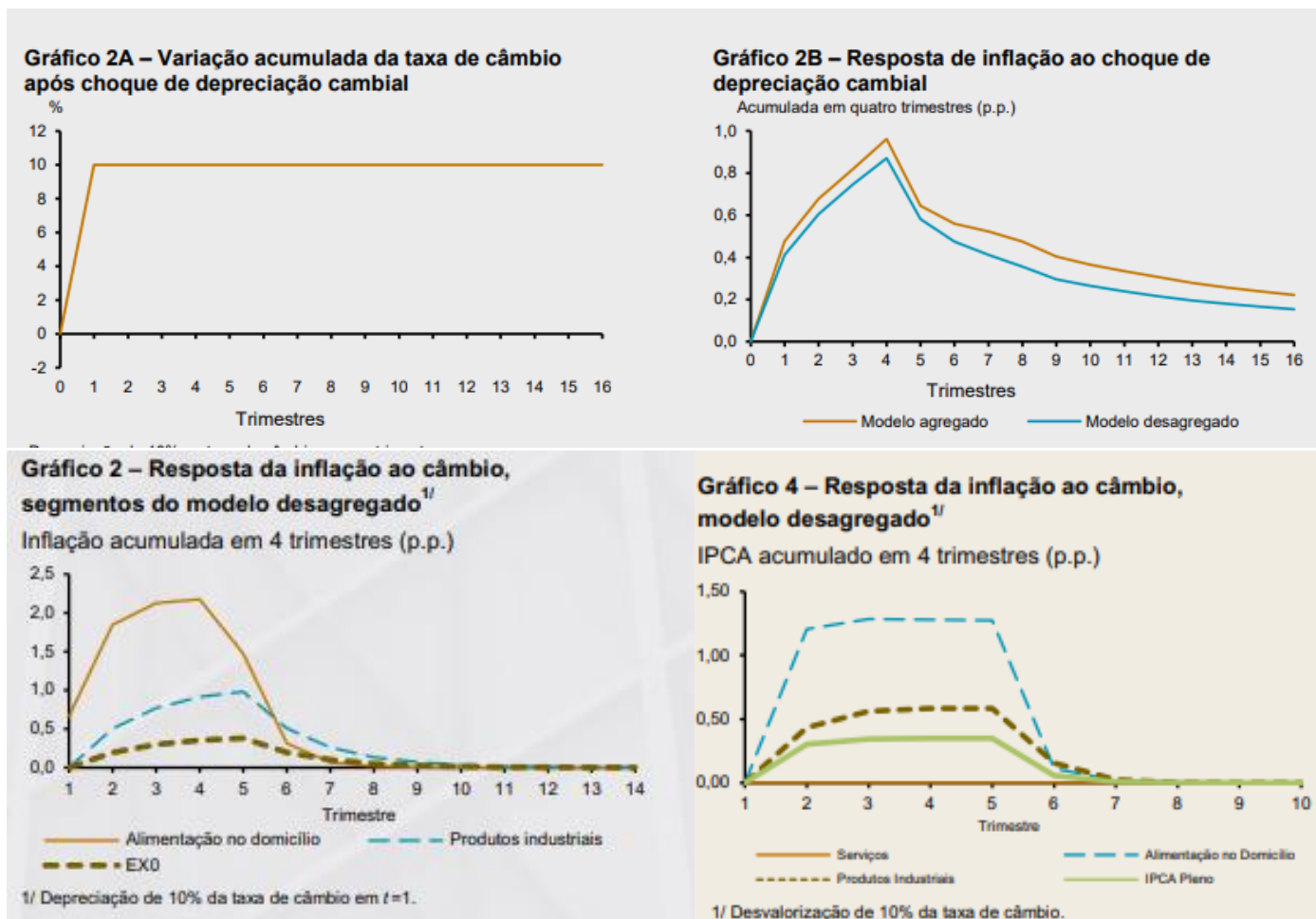
Fonte: Banco Central do Brasil, Mar Asset Management

Os gráficos apresentados nos Relatórios de Inflação de 2015, 2018 e 2024² ilustram essa mudança. Nas versões mais antigas do modelo, choques cambiais produziam impactos relevantes sobre a inflação no curto prazo, mas seus efeitos se dissipavam relativamente rápido. Já na especificação atual, uma parcela significativa desses efeitos permanece presente mesmo após vários trimestres.

² Ver gráficos de impulso resposta contidos nos boxes dos Relatórios de Inflação de [2015](#), [2018](#) e [2024](#).

Gráfico 4: Impacto na inflação IPCA após um mesmo choque de 10% na taxa de câmbio no modelo de pequeno porte do BCB sob diferentes especificações – extraídos dos boxes dos Relatórios de Inflação de 2015, 2018 e 2024

%, acumulada em 4 trimestres



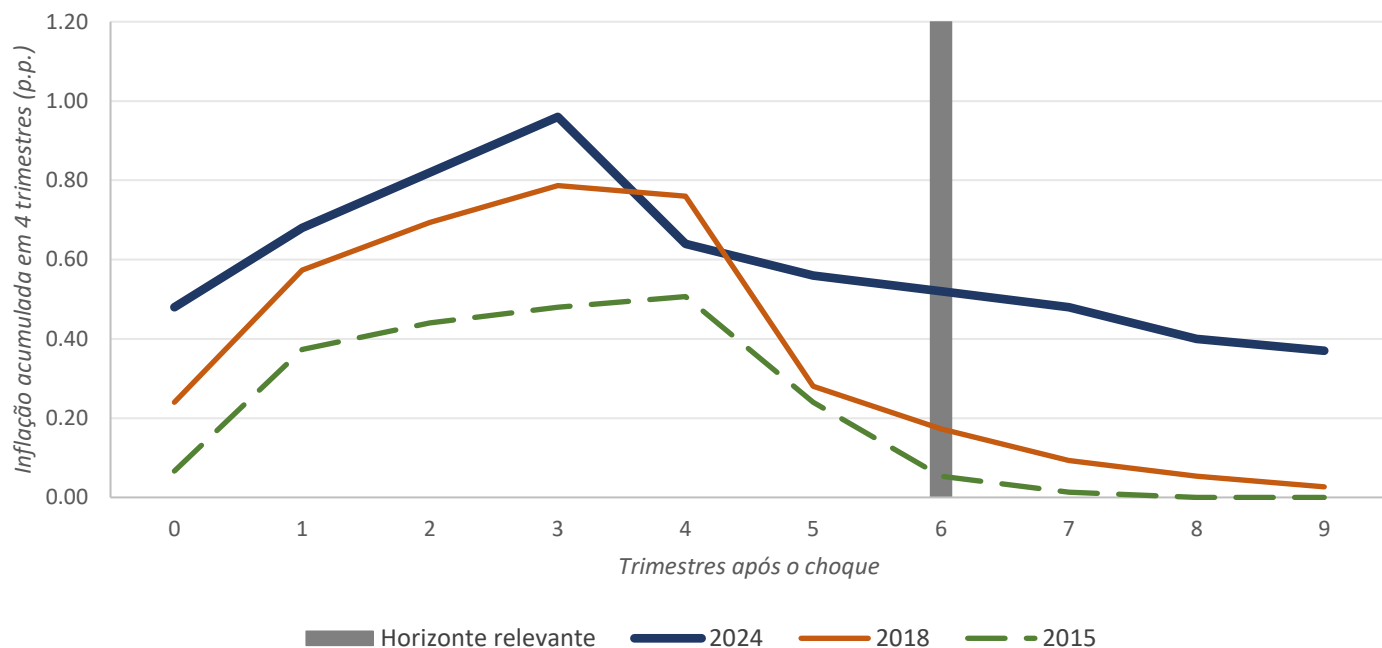
Fonte: Banco Central do Brasil, Mar Asset Management

O Gráfico abaixo consolida as respostas estimadas pelos diferentes modelos. A principal diferença entre as especificações não está na magnitude inicial do repasse cambial, mas na velocidade com que seus efeitos desaparecem. Enquanto os modelos de 2015 e 2018 apresentavam dissipação relativamente rápida dos efeitos do choque, a especificação atual preserva parcela significativa do impacto mesmo após oito trimestres. Em termos relativos, aproximadamente metade do efeito máximo do choque ainda permanece presente no modelo de 2024 após oito trimestres, contra apenas 12% no modelo de 2018 e praticamente zero no modelo de 2015.

Embora os exercícios não sejam perfeitamente comparáveis, a evidência sugere um aumento importante da persistência inflacionária incorporada ao arcabouço de projeção. E isso tem implicações sob a condução da política monetária — tema da próxima seção.

Gráfico 5: Resposta dos preços livres a uma depreciação cambial de 10% - Comparação entre especificações do modelo do BCB³

%, acumulada em 4 trimestres



Modelo	Pico	T+8	% do pico ainda vivo
2015	0.51	0.01	3%
2018	0.79	0.09	12%
2024	0.96	0.52	54%

Fonte: Banco Central do Brasil, Mar Asset Management

As implicações da nova especificação

A principal consequência da especificação atual é o peso atribuído à inflação corrente na determinação da inflação projetada: quanto maior a persistência incorporada ao modelo, maior a influência do que se observa hoje sobre o que se projeta para o horizonte relevante.

A origem dessa persistência — se mudança genuína na dinâmica inflacionária ou artefato da modelagem — não é o foco desta discussão. O que importa é que é essa especificação

³ Estimativas aproximadas do autor a partir dos gráficos divulgados pelo BCB nos Relatórios de Inflação de 2015, 2018 e 2024

que o Banco Central optou por publicar e utilizar como referência para suas decisões. E suas implicações são concretas.

Essa característica seria relativamente pouco problemática se a inflação corrente refletisse predominantemente pressões de demanda. Nesse caso, suas oscilações carregariam informações relevantes sobre o estado da economia. Na prática, porém, a maior parte da volatilidade da inflação decorre de choques de oferta — movimentos cambiais, preços de commodities, choques climáticos, preços administrados — que produzem variações relevantes da inflação sem que haja mudança equivalente nas condições monetárias ou no hiato do produto. Com persistência elevada, esses choques passam a exercer influência significativa sobre a projeção vários trimestres à frente, tornando a Selic implícita mais sensível à inflação observada e menos sensível às condições de demanda. (Ver box.)

Essa mudança tem uma consequência adicional: se a projeção depende cada vez mais da propagação de choques ao longo do tempo, a escolha do horizonte de convergência torna-se progressivamente mais importante. É essa interação que a próxima seção examina.

Box: O “Selic equivalente” de um choque cambial

Uma forma simples de ilustrar a mudança na especificação é comparar o impacto residual de uma depreciação cambial de 10% com a resposta da inflação a um aumento temporário de 100 bps da Selic. O exercício é apenas ilustrativo, pois combina funções impulso-resposta de modelos distintos e não deve ser interpretado como prescrição de política monetária. Ainda assim, ele ajuda a dimensionar a mudança. Na especificação de 2024, o impacto residual do choque cambial no horizonte de seis a oito trimestres é suficientemente elevado para que sua neutralização mecânica exigisse algo próximo de 200 bps de Selic. Nas especificações anteriores, o impacto residual era muito menor, especialmente após oito trimestres. O ponto não é que a política monetária deva compensar integralmente choques cambiais. Pelo contrário: o exercício mostra justamente como uma leitura mecânica do modelo atual pode induzir respostas monetárias grandes a choques cuja origem não está necessariamente na demanda agregada.

Modelo	Câmbio T+6	Câmbio T+8	Efeito de +100bps Selic T+6	Efeito de +100bps Selic T+8	Selic equivalente T+6	Selic equivalente T+8
2015	0,24	0,01	-0,25	-0,30	~100 bps	~0 bps
2018	0,28	0,09	~-0,25	~-0,30	~110 bps	~30 bps
2024	0,56	0,48	-0,25	-0,23	~225 bps	~210 bps

O problema do horizonte relevante

O objetivo da política monetária não é combater os efeitos diretos dos choques de oferta, mas impedir sua propagação para a inflação subjacente. Faz sentido, portanto, que a autoridade monetária olhe um horizonte suficientemente longo para capturar os efeitos secundários antes de calibrar sua resposta.

Nas especificações anteriores do modelo, o horizonte de seis trimestres parecia natural: a maior parte dos efeitos dos choques já havia sido absorvida nesse prazo, e a inflação projetada refletia predominantemente as condições monetárias e de demanda vigentes. O próprio conceito de horizonte relevante foi consolidado nesse ambiente.

A especificação atual descreve uma dinâmica diferente. Como mostrado na seção anterior, parcela relevante dos efeitos de um choque cambial permanece presente mesmo após seis a oito trimestres. A inflação projetada para o horizonte relevante passa, assim, a refletir não apenas a política monetária corrente, mas também a propagação de choques ocorridos vários trimestres antes — cuja magnitude e persistência efetivas ainda são desconhecidas no momento da decisão.

Nesse contexto, a condução da política monetária não pode ser reduzida à busca mecânica da convergência para a meta em um horizonte fixo. Quanto maior a persistência atribuída aos choques e maior a incerteza sobre sua trajetória futura, maior o valor do julgamento discricionário. A questão central deixa de ser apenas qual deve ser a resposta da política monetária; passa a ser também quanto vale esperar por informação adicional antes de concluir que um choque observado hoje exige mudança permanente na trajetória dos juros.

Essa observação é particularmente relevante para o episódio recente da política monetária brasileira. Independentemente da avaliação que se faça sobre o nível apropriado da Selic ou sobre a intensidade das pressões de demanda na economia, o ambiente atual é caracterizado por elevada incerteza em relação à trajetória futura de diversos choques de oferta. Em um contexto como esse, a utilização de discricionariedade não representa um afastamento do framework. Ela é uma consequência natural das próprias características do modelo.

Paradoxalmente, foi justamente nesse momento de elevada incerteza que o exercício de discricionariedade passou a ser interpretado por parte do mercado como uma quebra de compromisso.

O paradoxo da discricionariedade

O episódio mais recente de política monetária oferece um exemplo particularmente ilustrativo das tensões discutidas nas seções anteriores. Na ocasião, a taxa Selic encontrava-se em 14,50%, enquanto a projeção de inflação no cenário de referência permanecia em torno de 3,7% no horizonte que vinha sendo utilizado pelo próprio Banco Central como principal referência para a condução da política monetária. Ainda assim, o Comitê optou por prosseguir com o ciclo de flexibilização monetária, reduzindo a taxa básica em mais 25 pontos-base.

A reação do mercado não decorreu simplesmente do fato de a inflação projetada permanecer acima da meta. O elemento central foi a decisão do Comitê de atribuir maior peso a um horizonte ligeiramente mais longo, no qual a inflação convergia para níveis compatíveis com a meta em cenários alternativos para a trajetória da Selic. Para parte do mercado, essa decisão foi interpretada como uma mudança discricionária das regras de avaliação da política monetária — e a reação foi imediata. Curvas de juros abriram, analistas passaram a questionar o comprometimento da autoridade monetária com a convergência da inflação para a meta e o debate rapidamente migrou da discussão sobre os fundamentos econômicos da decisão para a discussão sobre credibilidade.

Essa interpretação, entretanto, ignora uma característica importante do próprio modelo. Como discutido nas seções anteriores, a especificação atual atribui elevada persistência aos choques inflacionários. Em um ambiente marcado por elevada incerteza em relação à trajetória futura do petróleo, dos alimentos e de outros componentes voláteis da inflação, a interpretação das projeções inevitavelmente exige julgamento. Nesse contexto, a decisão do Comitê pode ser lida de forma diferente: não como uma flexibilização do compromisso com a meta, mas como o reconhecimento de que uma diferença marginal no horizonte de convergência possui importância limitada diante da incerteza que cerca a trajetória futura dos choques inflacionários.

Aqui emerge o verdadeiro paradoxo. O custo de um framework excessivamente rígido não está nas decisões que ele impede, mas na fragilidade do equilíbrio que cria: enquanto as decisões cabem no arcabouço, ele funciona bem; o custo de sair dele, mesmo uma vez e por razões defensáveis, é desproporcionalmente alto. O framework rígido transforma qualquer exercício de julgamento em evento de credibilidade, independentemente do mérito da decisão.

A discussão sobre se o Copom acertou ou errou na calibração é, para os fins deste artigo, secundária. Mesmo que a decisão tenha sido correta, o custo reputacional foi real. O

problema não estava na decisão — estava na arquitetura de um framework que tornava qualquer desvio, por menor que fosse, indistinguível de uma mudança de regime.

O episódio brasileiro mostra o risco que Warsh tenta evitar. O papel de um framework não é eliminar a necessidade de julgamento, mas torná-lo mais transparente. Um arcabouço bem desenhado deveria ser capaz de acomodar discricionariedade legítima sem que o mercado precisasse tratar cada exercício de julgamento como teste de comprometimento. Quando o framework não oferece esse espaço, ele deixa de ser instrumento de política monetária e passa a ser uma restrição a ela.

RI - Igor Galvão

55 21 99462 3359

igalvao@marasset.com.br

marasset.com.br

rio de janeiro – rj • rua ataulfo de paiva 1165 / sala 801, leblon • 22440 034