

Samuel Pessôa

Pesquisador associado do FGV IBRE



Gabriel Fongaro

Estrategista macro do BTG Pactual

Ponto de Vista

Expectativas Focus e o regime de metas de inflação[1]

É comum haver desconforto de analistas e jornalistas com as expectativas Focus e seu impacto na formulação da política monetária pelo Banco Central do Brasil. Presume-se que há conflito de interesse entre os agentes que formulam a expectativa Focus e as instituições financeiras para as quais trabalham. Que a expectativa seria formada de maneira a forçar o Banco Central a praticar juros maiores.

A alegação é infundada. Não é verdade que o mercado financeiro ganha mais dinheiro com juros elevados. E, mesmo que os pesquisadores que respondem à pesquisa Focus "forcem" a taxa de juros para maior, fica a questão: se a taxa de juros praticada pelo BCB é maior do que deveria ser, por que motivo a economia não desacelera fortemente? Ninguém até hoje conseguiu responder a essa pergunta.

De qualquer forma segue a questão: há sinais de que a pesquisa Focus "força" o BCB a praticar juros mais elevados? A ideia é que a pesquisa Focus superestima sistematicamente a inflação, quando a inflação se eleva, forçando o BCB a elevar mais a taxa Selic. Adicionalmente, quando a inflação está em queda, a pesquisa Focus também superestima a inflação e, consequentemente, atrasa, ou torna mais lento, o ciclo de queda da taxa Selic. Será que as expectativas Focus se comportam dessa forma?

Para responder à pergunta do parágrafo anterior consideramos horizontes de seis e de 12 meses. Para cada mês consideraremos dois regimes: 1) a inflação de seis ou de 12 meses à frente é maior do que no mês de referência; 2) a inflação de seis ou de 12 meses à frente é menor do que a inflação no mês de referência. Temos quatro casos: dois horizontes de tempo e, para cada horizonte, dois compor-

tamentos (ou regimes) da inflação. O exercício será feito para a série mensal da pesquisa Focus para o índice de inflação cheio e consideraremos o cenário da mediana das respostas e também os três cenários dos respondentes que acertam mais a inflação no curto, médio e longo prazo.

Temos, portanto, quatro conjuntos de respondentes da pesquisa, e para cada grupo de respondentes tempos dois horizontes e dois regimes inflacionários. A tabela 1 sumariza como organizamos os dados. Nas linhas temos os quatro grupos de respondentes, mediana do Focus, e os três grupos que mais acertam, os Top5. Para cada grupo de respondentes temos dois horizontes diferentes, seis e 12 meses e, para cada um deles, dois regimes inflacionários, respectivamente com aceleração e desaceleração da inflação.

A tabela 2 apresenta os resultados. Por exemplo, se considerarmos a mediana dos respondentes Focus para o caso em que a inflação em seis meses se acelera – veja a primeira linha da tabela – por 86,7% dos meses o Focus subestima a inflação. Na média, a subestimativa é de 1,34 ponto percentual (p.p.). Quando a inflação está em queda, há, para 67,9% dos meses, uma superestimativa. Na média a superestimativa é de 0,39 p.p., bem menor em valor absoluto do que a subestimativa quando a inflação está em elevação.

Ou seja, quando ocorre um ciclo de elevação da inflação o Focus subestima a inflação. Se o BCB der peso excessivo à pesquisa Focus, o ciclo monetário será atenuado pela pesquisa. Como se diz no mercado, a pesquisa Focus é *dovish* (em português seria "pombônica") em momentos de elevação da inflação.

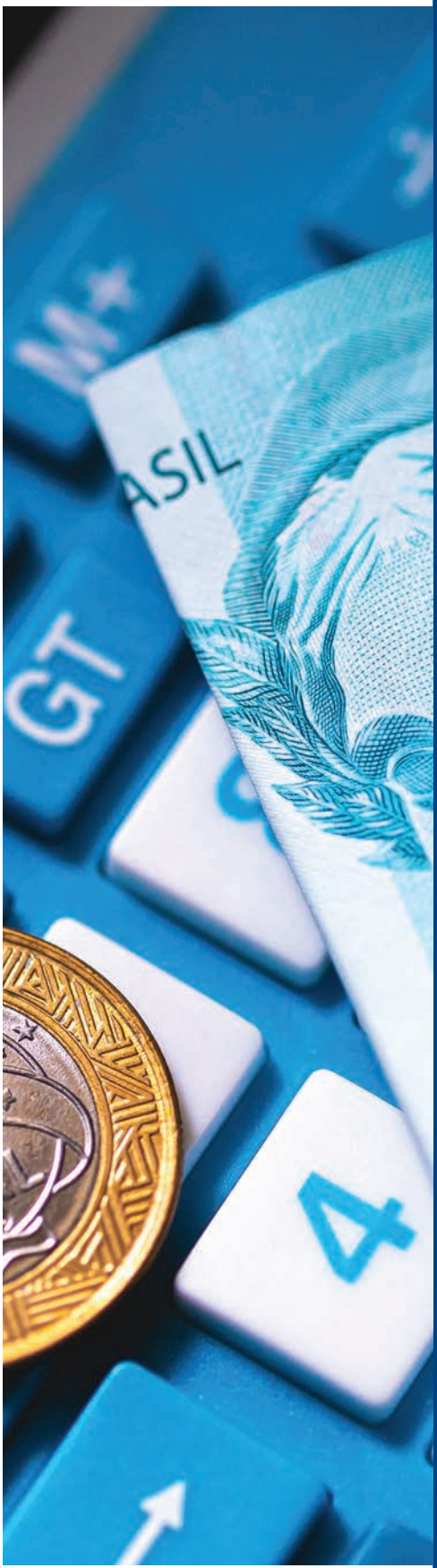


Tabela 1: Composição da amostra, grupo de respondentes e horizonte

Base	Janela	Período	# meses	Aceleração	Desaceleração
Mediana	6m	Maio/2000-Jan./2026	298	158	140
Mediana	12m	Nov./2001-Jul./2025	285	145	140
Top5 CP	6m	Nov./2001-Jan./2026	291	154	137
Top5 CP	12m	Nov./2001-Jul./2025	285	145	140
Top5 MP	6m	Nov./2001-Jan./2026	291	154	137
Top5 MP	12m	Nov./2001-Jul./2025	285	145	140
Top5 LP	6m	Jan./2002-Jan./2026	289	153	136
Top5 LP	12m	Jan./2002-Jul./2025	283	143	140

Fonte: Confecção própria a partir dos dados da pesquisa Focus do BCB.

Há uma grande assimetria entre ciclos de elevação da inflação e ciclos de queda. Para a média de todos os períodos, a subestimativa da inflação pelo Focus quando a inflação se eleva é de 1,34 p.p.

Quando há queda da inflação, ocorre o oposto: a inflação prevista pelo Focus reduz-se mais lentamente do que a inflação observada. Ou seja, quando a inflação está em queda o Focus induz o pesquisador a supor que a inflação cairá menos do que de fato ela cairá. Na queda da inflação, a queda da taxa Selic induzida pela pesquisa Focus é atenuada. Ou seja, a política monetária sugerida pela pesquisa Focus é *hawkish* (em português seria "falcônica").

No entanto, há uma grande assimetria entre ciclos de elevação da inflação e ciclos de queda. Para a média de todos os períodos, a subestimativa da inflação pelo Focus quando a inflação se eleva é de 1,34 p.p. A superestimativa quando a inflação está em queda é de 0,39 p.p., pouco mais de três vezes menor. Ou seja, na média do ciclo econômico o Focus é *dovish*. Todos esses números considerando previsão seis meses à frente. Para 12 meses a subestimativa na subida da inflação, como se lê na nona e décima linha da tabela 2, é de 2,61 p.p. e a superestimativa na queda da in-

Tabela 2: Resultados

Janela	Base	Ciclo	# de observações	Erro médio (pp)	% subestimação	% superestimação
6m	Mediana	Acelerando	158	-1,34	86,7	13,3
6m	Mediana	Desacelerando	140	0,39	32,1	67,9
6m	Top5 CP	Acelerando	154	-1,26	81,8	18,2
6m	Top5 CP	Desacelerando	137	0,4	30,7	69,3
6m	Top5 MP	Acelerando	154	-1,33	87	13
6m	Top5 MP	Desacelerando	137	0,41	30,7	69,3
6m	Top5 LP	Acelerando	153	-1,3	87,6	12,4
6m	Top5 LP	Desacelerando	136	0,52	30,1	69,9
12m	30 dias	Acelerando	145	-2,61	92,4	7,6
12m	30 dias	Desacelerando	140	0,5	32,9	67,1
12m	Top5 CP	Acelerando	145	-2,54	93,1	6,9
12m	Top5 CP	Desacelerando	140	0,57	32,1	67,9
12m	Top5 MP	Acelerando	145	-2,59	95,2	4,8
12m	Top5 MP	Desacelerando	140	0,56	32,1	67,9
12m	Top5 LP	Acelerando	143	-2,51	92,3	7,7
12m	Top5 LP	Desacelerando	140	0,69	26,4	73,6

Fonte: Confecção própria a partir dos dados da pesquisa Focus do BCB.

flação é de 0,5 p.p., mais de cinco vezes menor.

Os resultados não são diferentes se empregarmos as expectativas dos respondentes que mais acertam a pesquisa, isto é, os respondentes Top5.

Uma possível crítica ao exercício que fizemos é que o critério que adotamos para dividir nos dois regimes inflacionários – se a inflação está crescendo ou cedendo – foi o comportamento da inflação na janela de seis e 12 meses à frente. O problema é que a inflação seis ou 12 meses à frente não é observada quando a pessoa responde à pesquisa Focus. Assim, refizemos o exercício considerando regime de elevação da inflação se a inflação estiver crescendo nos três meses anteriores e regime de redução da inflação se a inflação estiver caindo nos três meses anteriores.

Os resultados estão apresentados na tabela 3. Neste caso, tanto para ciclos de elevação quanto para ciclos de queda da inflação a expectativa Focus subestima a inflação. Ou seja, as expectativas Focus sempre adicionam um viés *dovish* na política monetária.

A conclusão do exercício conduzido neste Ponto de Vista é que não procede a alegação de que as expectativas Focus são formuladas de forma a "forçar" o BCB a praticar uma política monetária mais apertada do que o razoável pela simples operação do regime de metas de inflação. Se houver algum viés gerado pela pesquisa Focus à política monetária, este é de torná-la mais *dovish*.

[1]Agradecemos os comentários de Carlos Viana. Erros remanescentes são de nossa exclusiva responsabilidade.

Tabela 3: Resultados com regime inflacionário determinado nos três meses anteriores

Janela	Base	Ciclo	# de observações	Erro médio (p.p.)	% subestimação
6m	30 dias	Acelerando	156	-0,79	66%
6m	30 dias	Desacelerando	142	-0,24	56%
6m	Top5 CP	Acelerando	152	-0,7	62%
6m	Top5 CP	Desacelerando	139	-0,24	53%
6m	Top5 MP	Acelerando	152	-0,74	66%
6m	Top5 MP	Desacelerando	139	-0,26	55%
6m	Top5 LP	Acelerando	150	-0,7	65%
6m	Top5 LP	Desacelerando	139	-0,18	55%
12m	30 dias	Acelerando	152	-1,61	68%
12m	30 dias	Desacelerando	133	-0,48	58%
12m	Top5 CP	Acelerando	152	-1,49	68%
12m	Top5 CP	Desacelerando	133	-0,46	58%
12m	Top5 MP	Acelerando	152	-1,51	69%
12m	Top5 MP	Desacelerando	133	-0,51	59%
12m	Top5 LP	Acelerando	150	-1,41	63%
12m	Top5 LP	Desacelerando	133	-0,37	56%

Fonte: Confecção própria a partir dos dados da pesquisa Focus do BCB.